

Wanda Skoczylas

Koncepcja *Cash Value Added* w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Kluczowym elementem w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa jest dobór adekwatnych mierników służących maksymalizacji podstawowego celu działalności gospodarczej. Tradycyjne mierniki, a więc zysk i oparte na jego wielkości wskaźniki rentowności posiadają takie mankamenty, jak:

- możliwość wykorzystania alternatywnych metod rachunkowości, poważnie wpływających na wielkość wyniku finansowego,
- nieuwzględnianie ryzyka,
- pomijanie nakładów inwestycyjnych, zarówno w majątku trwałym, jak i w majątku obrotowym netto,
- nieuwzględnianie polityki dywidendowej,
- ignorowanie wartości pieniądza w czasie¹⁾.

Do innych braków tych wskaźników zaliczyć można też zniekształcenia wynikające ze struktury wielkowej majątku czy też spowodowane przez *leasing goodwill* lub efekt dźwigni finansowej. W praktyce gospodarczej wielkość tych mierników dodatkowo jest też często pochodną celów, jakim służyć ma analiza.

W świetle tych argumentów wydaje się zasadne poszukiwanie innych wskaźników, które służyłyby aktywnemu sterowaniu jednostkami gospodarczymi. Waga tego problemu jest tak znacząca, że katalog możliwych wielkości jest już w tej chwili dość bogaty. Nie wszystkie jednak spełniają w pełni swoją rolę, a więc w sposób możliwie prosty i adekwatny odzwier-

cielają wewnętrzne tworzenie wartości oraz są istotnie skorelowane z rynkową wartością. Mimo że wskaźniki służące pomiarowi nadwyżki zysku są od wielu już lat w nauce o przedsiębiorstwie prezentowane, to w dalszym ciągu odczuwa się niedobór wiedzy w tym zakresie. W literaturze proponuje się bardzo wiele różnych wskaźników odzwierciedlających działania przedsiębiorstwa zmierzające do wzrostu jego wartości. Najczęściej przedstawia się założenia koncepcji zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych jako miary osiągnięć w ujęciu długoterminowym. W ujęciu krótkoterminowym miernikami adekwatnie odzwierciedlającymi wyniki przedsiębiorstwa są np. ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added – EVA*) czy też gotówkowa wartość dodana (*Cash Value Added – CVA*). Wskaźniki te prawidłowo odzwierciedlają dążenia właścicieli i jednocześnie w znacznym stopniu pozbawione są wad mierników statycznych, opartych na danych księgowych.

EVA czy CVA

Wbieżącym sterowaniu wartością przedsiębiorstwa przedstawiane są zazwyczaj w literaturze zachodniej dwie alternatywne koncepcje, a więc oparta na wskaźniku ROI (*Return on Investment*) ekonomiczna wartość dodana oraz zorientowana na CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) gotówkowa wartość dodana. O ile pierwsza koncepcja w

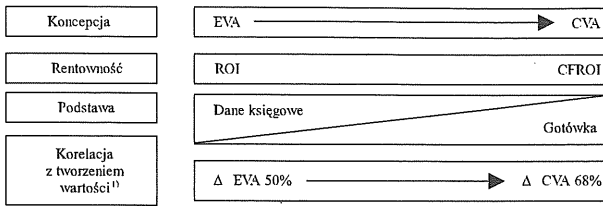
Tab. 1. Porównanie wybranych koncepcji mierników wyniku w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Wskaźnik	Kryterium oceny									
	Korelacja z rynkiem kapitałowym		Uwzględnienie ryzyka w koszcie kapitału ¹⁾		Uwzględnienie zapotrzebowania na kapitał przy finansowaniu wzrostu		Uwzględnienie długoterminowych działań		Orientacja na przeszłość, przyszłość lub terażniejszość ²⁾	
CFROI	wysoka	+	tak	+	tak	+	nie, jeden okres	-	teraźniejszość	-
EVA	nie jednoznaczna	*	tak	+	nie ³⁾	-	nie, jeden okres	-	teraźniejszość	-

¹⁾ Np. przez porównanie lub też dyskontowanie kosztem kapitału uwzględniającym ryzyko.

²⁾ Orientację na terażniejszość uwzględnia także przyszłe wartości.

³⁾ Amortyzacja jest rozpatrywana jako wielkość zmniejszająca cash flow.



Rys. 1. Porównanie koncepcji EVA i CVA

¹⁾ Analiza zawartych w Standard & Poor's 400 przedsiębiorstw w latach 1985–1995

Źródło: opracowanie własne na podstawie A.ROSS, D. STELTER, *Die Komponenten eines integrierten Wertmanagement-systems*, „Controlling” 1999 nr 7.

polskiej literaturze już jest przedstawiana, o tyle druga nie znalazła swojego miejsca²⁾. Jest to o tyle interesujące, że w wielu przypadkach właśnie gotówkowa wartość dodana oceniana jest jako miernik bardziej skorelowany z tworzeniem wartości (tabela 1).

Również w analizach Boston Consulting Group gotówkowa wartość dodana jawi się jako silniej skorelowana z tworzeniem wartości (rys. 1)

Przedstawione argumenty uzasadniają więc potrzebę bliższego określenia gotówkowej wartości dodanej i późniejszej jej weryfikacji w warunkach polskich.

Założenia koncepcji gotówkowej wartości dodanej

Gotówkową wartość dodaną można określić jako wypracowaną przez przedsiębiorstwo lub strategiczne jednostki gospodarcze kwotę, która przewyższa realny rynkowy koszt kapitału, co przedstawia wzór³⁾:

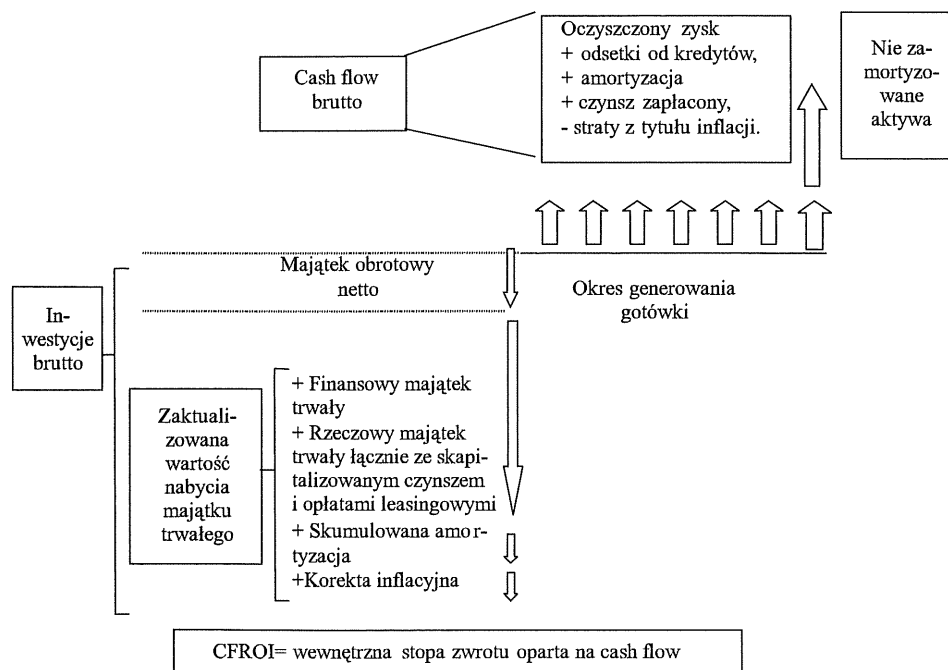
$$Cash\ Value\ Added = (CFROI - \text{realny koszt kapitału}) \cdot \text{inwestycje brutto}$$

CVA wyraża więc przyrost realnej wartości przedsiębiorstwa w określonym czasie wyrażony *cash flow*. Trzy podstawowe elementy ją kształtujące, a więc zwrot z inwestycji (CFROI), koszt kapitału oraz inwestycje brutto ulegają zmianie z okresu na okres. Dlatego też gotówkowa wartość dodana musi być za każdym razem na nowo obliczana. Jak wynika ze sposobu ustalania gotówkowej wartości dodanej, podstawowym elementem jest *cash flow ROI* (CFROI). *Cash flow return on investment* definiowany jest jako *cash flow brutto*, który przedsiębiorstwo wypracowuje w ciągu roku z zainwestowanego kapitału. Inaczej mówiąc, jest to wewnętrzna stopa zwrotu z przedsięwzięcia, którym może być przedsiębiorstwo jako całość lub też strategiczne jednostki biznesu. *Cash flow return on investment* określają cztery czynniki, a mianowicie: inwestycje brutto, *cash flow brutto* osiągnięty w ciągu roku, okres generowania gotówki oraz wartość nie zamortyzowanych aktywów (rys. 2). Ponieważ wielkości te nie występują bezpośrednio w ewidencji bądź w sprawozdawczości i wymagają ustalenia, stąd konieczne jest dokonanie ich bliższej charakterystyki.

Pierwszym, istotnym czynnikiem kształtującym *cash flow return on investment* są inwestycje brutto. Tok postępowania przy obliczaniu tej wielkości przedstawiono na rys. 3.

Wymienione elementy obliczeniowe przy ustalaniu inwestycji brutto można bardziej uszczegółowić.

Pierwsza pozycja: „nie oprocentowane zobowiązania”, obejmuje m.in. zobowiązania z tytułu dostaw i usług, wynagrodzeń, podatków i ceł, ale także rezerwy na przyszłe wypłaty rent i emerytur. Chociaż ten ostat-



Rys. 2. Konstrukcja cash flow return on investment

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. GÜNTHER, op.cit., s. 214.



Monetarne składniki majątku obrotowego (bez zapasów)	Nie amortyzowane aktywa
+ Rozliczenia międzyokresowe (aktywne)	
+ Finansowy majątek trwały	
= Monetarne aktywa	
- Nie oprocentowane zobowiązania	
= Monetarne aktywa netto	
+ Zapasy	
+ Grunty	
= Nie amortyzowane aktywa netto	
+ Księgowa wartość rzeczowego majątku trwałego	Amortyzowane aktywa
+ Skumulowana amortyzacja	
= Koszt zakupu lub koszt wytworzenia amortyzowanych rzeczowych składników majątku trwałego	
+ Korekta o inflację	
= Skorygowana o inflację wartość brutto amortyzowanych składników majątku trwałego	Korekta dla poprawy porównywalności
+ Skapitalizowany czynsz lub opłaty leasingowe	
+ Samodzielnie wytworzone lub nabyte wartości niematerialne i prawne	
= Inwestycje brutto	

Rys. 3. Sposób obliczania inwestycji brutto

Źródło: T. GÜNTHER, op.cit., s. 214 i dalsze.

ni element zobowiązań nie oprocentowanych może być dyskusyjny.

Korekta inflacyjna nie ma na celu przedstawienia wartości odtworzeniowej, lecz określenie wartości inwestycji w cenach bieżących, jakie zostały dokonane w tym przedsiębiorstwie lub w strategicznych jednostkach biznesu. Z tego powodu zasadne jest więc skorygowanie o poziom inflacji wartości nie tylko maszyn i urządzeń, budynków, ale też gruntów.

W celu zapewnienia porównywalności między różnymi podmiotami zasadna jest również korekta o skapitalizowaną wartość zapłaconych czynszów czy też opłat *leasingowych*. Przedsiębiorstwa często w celu zmniejszenia ryzyka operacyjnego i uelastycznienia struktury majątkowej korzystają z *leasingu*. Stąd też wartość aktywów jest mniejsza w tych podmiotach niż tam, gdzie określone składniki majątku trwałego sta-

Wynik po opodatkowaniu
+ Planowane odpisy amortyzacyjne
+ Odsetki od kredytów
+ Zapłacony czynsz i opłaty <i>leasingowe</i>
+ Inflacyjna korekta wyceny zapasów
± Inflacyjne zyski lub straty na płynności netto
= <i>Cash flow brutto</i> w cenach bieżących

Rys. 4. Sposób obliczania *cash flow brutto*

Źródło: T. GÜNTHER, op.cit., s. 218.

nowią własność jednostki. Wymóg porównywalności stwarza więc konieczność uwzględnienia także tej korekty.

W niektórych dziedzinach działalności gospodarczej, jak np. doradztwo czy też reklama samodzielnie wytworzone wartości niematerialne, tj. *image*, *know-how* w zakresie produktu lub wytwarzania powinny stanowić ważną część zainwestowanego kapitału. Dlatego też zaleca się zwiększenie inwestycji brutto przez aktywację długoterminowych wartości niematerialnych. Naturalną konsekwencją tej korekty jest też amortyzowanie tych składników majątku.

Istotnym elementem obliczeniowym jest *cash flow brutto*. Przy *cash flow return on investment* ustala się go w następujący sposób (rys. 4).

Sposób liczenia wyniku po opodatkowaniu określony jest w Niemczech przez *Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (DVFA)* i *Schmalenbach – Gesellschaft (SG)* w celu wyeliminowania nadzwyczajnych i jednorazowo występujących nakładów oraz przychodów i jednocześnie oczyszczenia tego wyniku z elementów polityki podatkowej⁴⁾.

Eliminacja efektu dźwigni finansowej wymaga korekty o odsetki od kredytów bankowych. Zwiększając odpowiednio osiągnięty wynik finansowy uzyskuje się taką jego wysokość, jaka byłaby możliwa do osiągnięcia w warunkach samofinansowania działalności gospodarczej.

Kolejna korekta o zapłacony czynsz i opłaty *leasingowe* jest naturalną konsekwencją uwzględniania przy obliczaniu inwestycji brutto skapitalizowanych obu wielkości. Zapewnienie zgodności licznika i mianownika wymaga więc zwiększenia wyniku finansowego o tego rodzaju koszty.

Kolejna korekta o zapłacony czynsz i opłaty *leasingowe* jest naturalną konsekwencją uwzględniania przy obliczaniu inwestycji brutto skapitalizowanych obu wielkości. Zapewnienie zgodności licznika i mianownika wymaga więc zwiększenia wyniku finansowego o tego rodzaju koszty.

Ostatnie dwie korekty są wynikiem inflacji. W krajach, gdzie jest ona w dalszym ciągu znacząca, wycena zapasów (w zależności od zastosowanej metody) może nie odpowiadać rzeczywistej ich wartości, a więc obliczone zyski są nie doszacowane. Dlatego też niezbędne jest odpowiednie ich przeszacowanie i stosowna korekta. Odpowiednia korekta wymagana jest też w stosunku do płynności netto. Płynność netto określana jest jako różnica między monetarnymi aktywami i nie oprocentowanymi zobowiązaniami. Jeżeli jest ona dodatnia, to przedsiębiorstwo w określonym czasie dodatkowo traci na wartości. Stąd też te inflacyjne straty i zyski w każdym wypadku powinny być uwzględniane.

Kolejnym elementem przy ustalaniu *cash flow ROI* jest też okres, w którym osiągane będą *cash flow* z zainwestowanego kapitału. S. Lehmann proponuje, by

okres ten równał się przeciętnemu okresowi amortyzacji i wówczas można go obliczyć w następujący sposób⁵⁾:

$$\begin{aligned} \text{Przeciętny okres amortyzacji} &= \\ &= \frac{\text{historyczny koszt zakupu}}{\text{roczne liniowe planowane}} \\ &\quad \text{odpisy amortyzacyjne} \end{aligned}$$

Ustalony w powyższy sposób przeciętny okres amortyzacji różni się często od rzeczywistego. Wynika to m.in. z tego, że wiele przedsiębiorstw – ze względów podatkowych – stosuje nie tylko liniowe odpisy amortyzacyjne, ale też inne metody, np. amortyzacja przyspieszona. W rzeczywistości, przy zróżnicowanej strukturze majątkowej występuje metoda mieszana amortyzacji składników majątkowych przedsiębiorstwa. Stąd też proponuje się obliczanie podatkowego okresu amortyzacji zastępując w mianowniku roczne liniowe, planowane odpisy amortyzacyjne wykazywaną roczną amortyzacją.

Zdefiniowana w powyższy sposób gotówkowa wartość dodana może być podstawą do sterowania wartością przedsiębiorstwa na szczeblu operacyjnym.

Możliwości wzrostu wartości przedsiębiorstwa określonej za pomocą gotówkowej wartości dodanej

Zwiększenie wartości przedsiębiorstwa, zgodnie z przedstawioną formułą CVA, uzyskać można w wyniku dwóch rodzajów działań. Pierwszym, jest zwiększenie rentowności zainwestowanego kapitału (wyrażonej za pomocą *cash flow*) ponad realny średni ważony koszt kapitału, drugim, wzrost przychodów, kosztów i bazy kapitałowej. Tak więc przedsiębiorstwo, które osiąga wyższą stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, będzie więcej warte, niż analogiczne przedsiębiorstwo z niższą rentownością zainwestowanych kapitałów. Również większa wartość przypisana zostanie podmiotowi rozwijającemu się szybciej niż podmiotowi o wolniejszym tempie wzrostu, wówczas gdy oba osiągają tę samą stopę zwrotu⁶⁾ (rys. 5). Naturalnie, najbardziej efektywne jest działanie jednoczesne w obu tych kierunkach. Każdy z przedstawionych rodzajów działań można maksymalizować w różny sposób. Rentowność zainwestowanego kapitału, zgodnie z modelem Du Ponta, zwiększa się stosując strategię „duży zysk mały obrót” lub też odwrotnie „mały zysk, duży obrót”. Wzrost jest natomiast możliwy w wyniku rozszerzenia prowadzonej dotychczas działalności lub też uruchomienia nowej. Te ogólnie nakreślone kierunki działań służących zwiększeniu wartości przedsiębiorstwa w dalszym ciągu mogą być dezagregowane. Powstałe w ten sposób zależności tworzą spójny ciąg zachowań podmiotów na różnych szczeblach zarządzania zmierzający do osiągnięcia podstawowego celu finansowego, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Tę określić można z wykorzystaniem gotówkowej wartości dodanej za pomocą następującej formuły:

$$\begin{aligned} \text{Wartość przedsiębiorstwa} &= \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Cash Value Added}}{(1+k_t)^t} + \text{zainwestowany kapitał} \end{aligned}$$

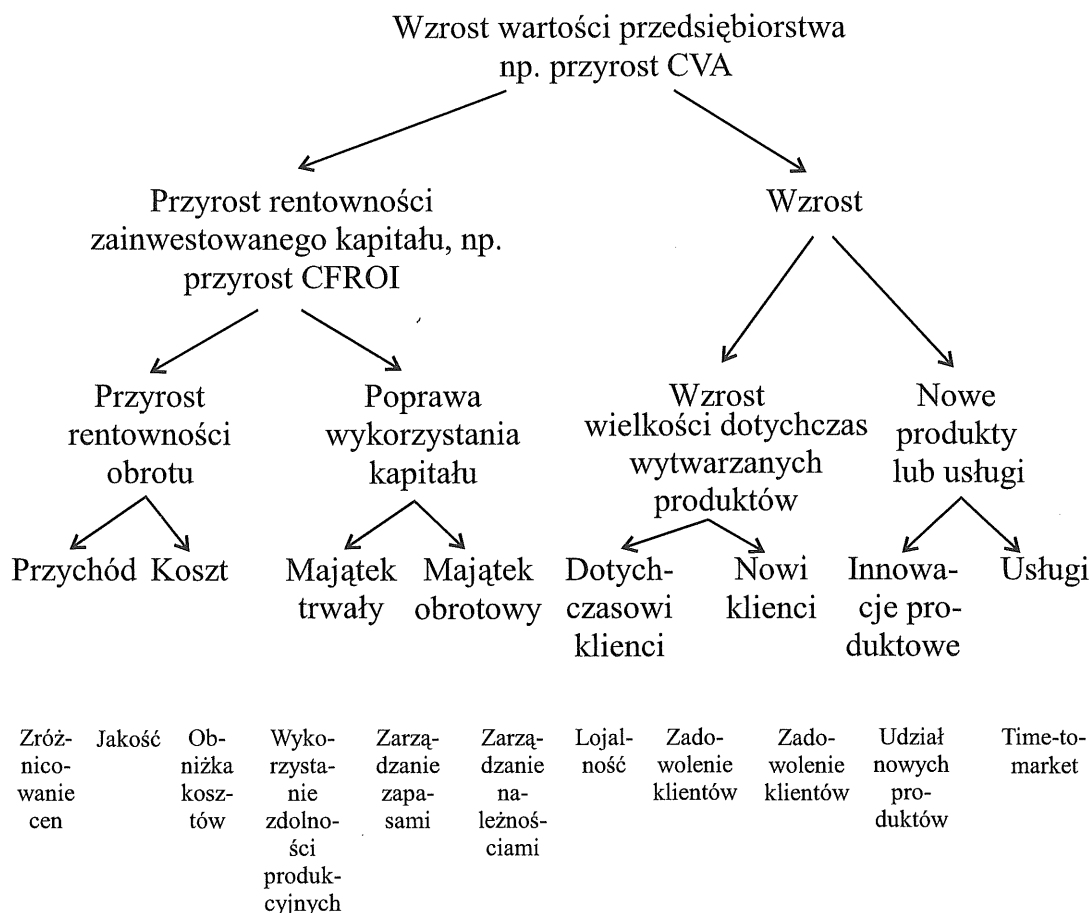
Zakończenie

Dokonane badania empiryczne kreują gotówkową wartość dodaną jako miernik oceny działalności gospodarczej przedsiębiorstwa w warunkach zarządzania wartością. Z pewnością jest to miernik lepszy od dotychczas stosowanych, określanych jako „czarne liczby”. Stąd też, należy podjąć próby jego ustalania i możliwości stosowania w polskich warunkach. Tym bardziej że przez odpowiednią dezagregację tego wskaźnika możliwe jest sterowanie wartością przedsiębiorstwa także na niższych szczeblach zarządzania. Mimo że w literaturze sformułowane są pewne uwagi krytyczne dotyczące wyceny wartości przedsiębiorstwa opartej na CFROI, to niewątpliwą zaletą tej koncepcji jest przyjęcie za podstawę *cash flow*, co zbliża ten wskaźnik do założeń *shareholder value* i daleko idące uwzględnienie inflacji⁷⁾.

Wanda Skoczylas

PRZYPISY

- 1) A. RAPPAPORT, *Shareholder Value. Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung*, Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s. 20.
- 2) W. CWYNAR, A. CWYNAR, *Ocena wyników przedsiębiorstwa w świetle modelu ekonomicznego – koncepcja EVA*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 1999 nr 3, A. DULINIEC, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 138, A. RUTKOWSKI, *Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej*, „Przegląd Organizacji” 1999 nr 1, s. 161, W. SKOCZYLAS, *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998, T. WAŚNIEWSKI, W. SKOCZYLAS, *Ekonomiczna wartość dodana w analizie rentowności przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*. [w:] *Perspektywy rozwoju rachunkowości, auditingu i analizy finansowej*, Uniwersytet Gdański, Sopot 1999, s. 669. D. ZARZĘCKI, *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998, s. 247. C. ŻURAK-OWCZAREK, *Wskaźniki zarządzania wartością firmy w aspekcie integracji Polski z Unią Europejską*, [w:] *Zarządzanie kosztami w polskich przedsiębiorstwach w aspekcie integracji Polski z Unią Europejską*, Politechnika Częstochowska, Częstochowa 1999, s. 221.
- 3) T.G. LEWIS, *Steigerung des Unternehmenswertes – Total Value Management*, Landsberg/Lech 1994, s. 125.
- 4) Cash Flow nach DVFA/SG, *Die Wirtschaftsprüfung* 1993, Heft 19, s. 599–602.
- 5) S. LEHMANN, *Neue Wege in der Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaft – Ein Cash flow-orientiertes Ertragswertmodell*, Wiesbaden 1994, s. 133.
- 6) W pewnym uproszczeniu można stwierdzić, że stopa wzrostu przedsiębiorstwa równa się iloczynowi stopy zwrotu z nowo zainwestowanego kapitału i stopy inwestycji (inwestycje netto/zysk operacyjny netto po opodatkowaniu) Por. T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Wycena: Mierniki i kształtowanie wartości firm*, WIG PRESS, Warszawa 1997, s. 129.
- 7) T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Unternehmenswert. Methoden und Strategien für wertorientierte Unternehmensführung*, Campus Verlag, Frankfurt, New York 1994, s. 11–12.



Powiązanie mierników na potrzeby zarządzania wartością z operatywnymi wskaźnikami jako podstawą do osiągnięcia wyznaczonych celów

Rys. 5. Możliwości wzrostu wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie A.ROSS, D. STELTER, op.cit.

BIBLIOGRAFIA

- [1] Cash Flow nach DVFA/SG, Die Wirtschaftsprüfung 1993, Heft 19.
- [2] COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Unternehmenswert. Methoden und Strategien für wertorientierte Unternehmensführung*, Campus Verlag, Frankfurt, New York 1994.
- [3] CWYNAR W., CWYNAR A., *Ocena wyników przedsiębiorstwa w świetle modelu ekonomicznego – koncepcja EVA*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 1999 nr 3.
- [4] DULINIEC A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [5] GÜNTHER T., *Unternehmenswertorientiertes Controlling*, Verlag Franz Vahlen, München 1997.
- [6] LEHMANN S., *Neue Wege in der Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaft – Ein Cash flow-orientiertes Ertragswertmodell*, Wiesbaden 1994.
- [7] LEWIS T.G., *Steigerung des Unternehmenswertes - Total Value Management*, Landsberg/Lech 1994.
- [8] RAPPAPORT A., *Shareholder Value. Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung*, Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995.
- [9] ROSS A., STELTER D., *Die Komponenten eines integrierten Wertmanagementsystems*, „Controlling” 1990 nr 7.

- [10] RUTKOWSKI A., *Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej*, „Przegląd Organizacji” 1999 nr 1.
- [11] SKOCZYŁAS W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998.
- [12] WAŚNIEWSKI T., SKOCZYŁAS W., *Ekonomiczna wartość dodana w analizie rentowności przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*, [w:] *Perspektywy rozwoju rachunkowości, auditingu i analizy finansowej*, Uniwersytet Gdański, Sopot 1999.
- [13] ZARZECKI D., *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998.
- [14] ŻURAK-OWCZAREK C., *Wskaźniki zarządzania wartością firmy w aspekcie integracji Polski z Unią Europejską*, [w:] *Zarządzanie kosztami w polskich przedsiębiorstwach w aspekcie integracji Polski z Unią Europejską*, Politechnika Częstochowska, Częstochowa 1999.

Autor – dr hab. profesor Uniwersytetu Szczecińskiego, Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw.