

Bronisław Micherda

Katedra Rachunkowości Finansowej

Ewolucja oceny rezultatów działalności jednostek gospodarczych

1. Wprowadzenie

Próby skwantyfikowanego określenia przejawów działalności gospodarczej widoczne są od najdawniejszych czasów. Dopiero rachunkowość towarzysząca zorganizowanej działalności gospodarczej wykorzystwała w pełni w swym działaniu ideę pomiaru. Właśnie dlatego słusznie traktuje się rachunkowość jako „teorię i system pomiaru wartości ekonomicznej pomnażanej w procesie gospodarowania”¹. Głównym celem rachunkowości jest zatem poprawny pomiar i ocena wyników działalności gospodarczej i sytuacji finansowej podmiotów. Globalizacja gospodarki światowej oraz rozwój gospodarki rynkowej w Polsce prowadzą w kierunku stosowania światowych rozwiązań w tym zakresie.

2. Cele jednostek gospodarczych i rachunkowości w warunkach rynkowych

W warunkach gospodarki rynkowej, opartej na odmiennym podejściu do kwestii własności, uwidacznia się wyraźnie główny cel rachunkowości, tj. wielopłaszczyznowy pomiar wyniku finansowego. Podstawą tej formy gospodarowania jest proces pomnażania kapitału przejawiający się w uzyskiwaniu przez jednostki gospodarcze korzystnych wyników finansowych. Wyniki te rozpatrywane w ewolucji prowadzą się do:

- osiągnięcia zysków,
- utrzymania płynności finansowej.

¹ M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 15.

– maksymalizacji wartości rynkowej jednostki gospodarczej, co jest równoznaczne z maksymalizacją bogactwa właścicieli.

Rozpatrując cele jednostek gospodarczych, w ich ewolucji nie można pominąć tezy, że współczesny rozwój gospodarczy zależy od wiedzy i jej wykorzystania. Konieczność rzetelnego rozrachunku z otoczeniem przez jednostki gospodarcze wymaga zatem informacji o wszystkich elementach wpływających na jej wartość. W przyszłości jednostki gospodarcze przynoszące zyski będą w dużym stopniu oparte na wiedzy i umiejętnościach pracowników. Wiedza i informacja wpływają obecnie na wzrost zysków, w przeciwieństwie do zmniejszania się zysków typowych dla tradycyjnych branż. Problemem staje się zatem pomiar tych wartości z natury niewymiernych.

Rachunkowość jako metodyka pomiaru procesu pomnażania wartości w zmieniających się i skomplikowanych warunkach gospodarowania dysponować musi odpowiednimi metodami służącymi nie tylko do opisu i oceny różnorodnych działań wykonywanych obecnie, ale również w przyszłości. Zadanie to jest bardzo złożone, możliwe do wykonania tylko przez dostosowanie szeroko rozumianej rachunkowości do nowych warunków. Przejawem procesu doskonalenia rachunkowości, w istotny sposób charakteryzującego jej rozwój są między innymi zmiany w jej strukturze funkcjonalnej i przedmiotowej.

W literaturze i praktyce gospodarczej krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej przyjęto pragmatyczną konwencję funkcjonalnego podziału rachunkowości, prowadzącą do wyróżnienia:

- rachunkowości finansowej,
- rachunkowości zarządczej.

Wskazany podział wyznacza podstawowe funkcje dla obu wyodrębnionych członów. W wypadku rachunkowości finansowej są to przede wszystkim sprawozdawcze, atestacyjne funkcje konstatacyjne, natomiast przy rachunkowości zarządczej głównie aktywne, decyzyjne funkcje instrumentalne.

Tak rozumiana funkcjonalna struktura rachunkowości łączy zatem w sobie zarówno retrospektywne, jak i prospektywne aspekty współczesnej rachunkowości. Jest to zrozumiałe, gdy weźmie się pod uwagę fakt, że właściwe podejście do zarządzania, leżące u podstaw racjonalnego gospodarowania, uwzględniać musi nie tylko planowanie działania, lecz również jego kontrolę i ocenę, a rachunkowość aktywnie uczestniczy w tym procesie. Wydaje się również, że świadomość takiego podejścia do funkcjonalnej struktury rachunkowości jest też niezbędna w naszych warunkach gospodarowania.

Funkcjonalna struktura rachunkowości, wyróżniając rachunkowość finansową i rachunkowość zarządczą, nie czyni jednak wyraźnej granicy między tymi członami. Wręcz przeciwnie, tak wyróżnione człony rachunkowości wzajemnie się przenikają i uzupełniają. Rachunkowość zarządcza w dużym stopniu korzysta z ustaleń rachunkowości finansowej, tworząc z kolei dla tej ostatniej bazę normatywną. Jest to szczególnie korzystne z uwagi na wspólne podstawy metodologiczne, które stanowią czynnik integrujący rachunkowość funkcjonującą w obu prezentowanych obszarach.

Rynkowy sposób gospodarowania, jak już podkreślano, uwidacznia cel rachunkowości, którym jest właściwy wieloprzekrojowy pomiar wyniku finansowego. Metodyka tego pomiaru obrazująca proces pomnażania zaangażowanego w działalność gospodarczej kapitału służy do oceny zarówno działań realizowanych, jak również przewidywanych. Pomiar ten możliwy jest w ramach rachunku zasobów, który w sferze ewidencji księgowej realizowany jest na kontach bilansowych, służących do ujęcia poszczególnych składników majątku i kapitałów jednostki gospodarczej, natomiast w sprawozdawczości finansowej ma postać bilansu.

Rachunek zasobów jest pierwszym podstawowym wymiarem rachunkowości podwójnej. Wymiar ten rozwinięty został przez pomiar wyniku finansowego w ramach rachunku strumieni realizowany w sferze ewidencji księgowej na kontach wynikowych ujmujących strumienie kosztów, przychodów oraz wyników nadzwyczajnych. W sprawozdawczości finansowej rachunek ten ma postać zestawianego w dwóch wariantach rachunku wyników: porównawczego bądź kalkulacyjnego. Rachunek strumieni traktować można jako drugi wymiar rachunkowości podwójnej, który wnikliwie opisuje proces kreowania wyniku finansowego.

Współcześnie i ten rachunek wyniku finansowego został analogicznie rozwinięty poprzez propozycję rachunku, który określić można mianem rachunku czynników. Rachunek ten przejawia się w sferze ewidencji księgowej w postaci kont sił ewidencjonujących czynniki przyspieszające bądź opóźniające proces tworzenia wyniku finansowego². Konta te przyjmują zapisy dotyczące zdarzeń lub rezultaty badań analitycznych w tym zakresie³. W sprawozdawczości finansowej siłami sprawczymi okazuje się sprawozdanie o przepływie środków pieniężnych. To właśnie rozważania o istocie rachunku przepływów pieniężnych kierują uwagę na lokalizację i związek tego sprawozdania z bilansem i rachunkiem wyników.

Rachunek czynników stanowi trzeci coraz bardziej widoczny wymiar rachunkowości, pozwalający mówić o pojawieniu się rachunkowości potrójnej. Przedmiotowa struktura współczesnej rachunkowości coraz wyraźniej zmierza do modelu trójwymiarowego.

Właściwa i pełna realizacja funkcji rachunkowości wymaga integracji analizy finansowej i rachunkowości. Ścisły związek analizy finansowej i rachunkowości w warunkach rynkowego sposobu gospodarowania uzasadnia zarówno wyraźnie uwidaczniający się współcześnie cel rachunkowości, jak i będąca pochodną tego celu struktura współczesnej rachunkowości. Integracja pozwala bowiem na przeprowadzenie wszechstronnej i spójnej charakterystyki sytuacji ekonomicznej jednostki gospodarczej. Umożliwia to wskazanie warunków niezbędnych do rozwoju podmiotu, co jest ostatecznym celem sprawnego zarządzania.

² Y. Ijiri, *A Framework for Triple-Entry Bookkeeping*, „The Accounting Review” 1986, nr 4; odnotować też trzeba pracę doktorską obronioną w 2000 r. w AE w Krakowie poświęconą tej problematyce P. Wójtowicza pt. *Identyfikacja i pomiar źródeł zyskowności jednostki gospodarczej przy zastosowaniu modelu rachunkowości trójwymiarowej*.

³ Por.: M. Dobija, *Teoretyczne i organizacyjne podstawy systemu trójwymiarowej rachunkowości*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 1990, nr 329.

Analiza finansowa, jako integralna część szeroko rozumianej rachunkowości, podlega podobnie jak rachunkowość ewolucji, dostosowując się do rosnących potrzeb zarządzania. Proces doskonalenia analizy finansowej eksponuje szczególnie czynniki dynamizujące działalność gospodarczą i proces pomnażania kapitałów. Proces ten podkreśla przy tym zarówno jej retrospektywny, jak i prospektywny charakter. Ponadto charakteryzuje się on równorzędnym potraktowaniem zagadnień leżących zarówno w sferze majątkowej, jak i kapitałowej procesu gospodarowania. Analiza finansowa doskonalona jest w obu tych równie ważnych aspektach.

3. Modele oparte na zysku księgowym w ocenie jednostek gospodarczych

Zakres wykorzystania rachunkowości w procesie zarządzania zależy także od poprawności analizy finansowej. Wydaje się, że decydujące znaczenie w tej kwestii posiadają, oprócz szeroko rozumianej bazy informacyjnej, stosowane metody i procedury analityczne. W analizie finansowej wykorzystuje się między innymi wskaźniki finansowe, które ilustrują relacje między różnymi wielkościami charakteryzującymi sytuację finansową. Ich budowa oparta jest na założeniu, że do porównania i oceny sytuacji finansowej jednostki gospodarczej należy wykorzystywać odpowiednio skonstruowane miary względne. Wielkości objęte sprawozdaniem finansowym, głównie zasoby – majątek i kapitały (bilans) oraz strumienie – koszty, przychody i wyniki (rachunek zysków i strat), a także czynniki charakteryzujące zmiany środków pieniężnych (rachunek przepływów pieniężnych) stwarzają możliwość wyprowadzenia wielu interesujących relacji w ramach tych wielkości i pomiędzy nimi. Prowadzi to do możliwości ustalenia – w ramach analizy finansowej – znacznej liczby różnorodnych wskaźników finansowych. Nie zawsze ułatwia to jednak formułowanie jednoznacznych i syntetycznych ocen oraz wskazywanie przewidywanych tendencji. Przemawia to za modelowym podejściem do tej problematyki. Modelowe podejście do problematyki analizy wskaźnikowej zapoczątkowały koncepcje klasyfikowania wskaźników finansowych do określonych grup, a akcentują wyspecjalizowane modele.

Jednym z modelowych rozwiązań analizy finansowej jest model analizy wskaźnikowej Du Ponta⁴. Model ten wskazuje na istotne związki pomiędzy wskaźnikami, tworząc z nich zwarty system oceny, oraz na równorzędność czynników zyskowności i szybkości krążenia. W warunkach funkcjonowania spółek, w których kapitały własne są prawami własności akcjonariuszy bądź udziałowców, istotnym zagadnieniem jest kwestia ich zwrotności. Na szczególną uwagę zasługują zwłaszcza alternatywne sposoby ustalania wskaźników zwrotu majątku i zwrotu majątku czystego (kapitału własnego), stanowiące istotę modelu Du Ponta. W pierwszym wypadku, przekształcając wskaźnik zwrotu majątku, można go wyrazić następująco:

⁴ B. Micherda, *Analityczna funkcja rachunkowości*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2001, s. 112–117.

zwrot majątku = marża zysku \times rotacja majątku.

Zależność ta wskazuje na dwie drogi uzyskiwania pozytywnych efektów finansowych. Istotne jest zwłaszcza uświadomienie, że nie tylko wysoka marża zysku kreuje te efekty, ale również duża rotacja majątku (szybki obrót tego majątku). Marża zysku może być kompensowana wyższą rotacją, co oznacza praktyczną realizację korzyści wynikających z zasady „duży obrót – mały zysk”. W drugim wypadku wskaźnik zwrotu majątku czystego (kapitału własnego) uzyskuje się, dzieląc wskaźnik zwrotu majątku przez wielkość będącą dopełnieniem do jedności wskaźnika udziału długów (zobowiązań) w strukturze kapitału. Uzyskane rezultaty finansowe jednostki gospodarczej przy mniejszym zaangażowaniu kapitału własnego oznaczają wyższe tempo jego zwrotu. Korzystna relacja wskaźnika zwrotu majątku czystego (przewyższająca bankową stopę procentową) wynikać może z korzystnego wskaźnika zwrotu majątku, jak również z właściwej struktury kapitału, co ilustruje właśnie rozwinięta, bogatsza treściowo, postać wskaźnika zwrotu majątku czystego. Wysoki wskaźnik zwrotu majątku czystego wskazuje również na atrakcyjność jednostki gospodarczej na rynku kapitałowym, stwarza bowiem możliwość korzystnego wpływu zysku netto na jednostkę kapitału własnego.

Model wskaźnikowej analizy Du Ponta jako rozwiązanie ogólne i zwarte łączy w swej konstrukcji podstawowe wskaźniki reprezentujące główne ich grupy tematyczne. W modelu najpełniej reprezentowane są wskaźniki zyskowności: wskaźniki wykorzystania majątku oraz wskaźniki wykorzystania zadłużenia reprezentowane są przez najbardziej uogólnione ich formy. Nie są zaś reprezentowane wskaźniki płynności.

Charakteryzując wykorzystane w modelu wskaźniki finansowe, należy zwrócić uwagę na fakt, że wskaźnik rotacji majątku, reprezentujący wskaźniki wykorzystania majątku, jest tzw. wskaźnikiem częstotliwości obrotu przydatnym do badania rotacji w warunkach gospodarki rynkowej, a budowanym w odniesieniu do całego majątku. Jest to możliwe i uzasadnione z uwagi na procesy reprodukcyjne majątku trwałego. Stąd też zacierają się w znacznej mierze różnice pomiędzy majątkiem trwałym a majątkiem obrotowym.

Model wskaźnikowej analizy Du Ponta oparty jest na kilku wielkościach sprawozdawczych agregowanych w bilansie oraz rachunku zysków i strat. Treść i znaczenie ustalanych w tym modelu wskaźników uzależniona jest zatem od właściwej interpretacji tych wielkości. Interpretacja ta uwzględniać musi specyfikę rynkowego sposobu gospodarowania.

W gospodarce rynkowej, jak już podkreślano, istotny jest proces pomnażania wartości, realizowany przez samodzielnie działające jednostki gospodarcze, dlatego brany pod uwagę przy ocenie ich efektywności rezultat finansowy ma postać zysku netto. Zysk netto jest przedmiotem zainteresowania właścicieli kapitału, stanowi bowiem podstawę ich indywidualnych korzyści (dywidendy) bądź też rozwoju jednostki gospodarczej. Również polskie nowe prawo o rachunkowości w tym kierunku modyfikuje dotychczasowe rozwiązania w zakresie ewidencji i sprawozdaw-

czości wyniku finansowego, stwarzając tym samym możliwość analogicznego podejścia do oceny naszych podmiotów gospodarczych.

Rynkowa weryfikacja efektów pracy jednostek gospodarczych, rynkowy sposób ustalania cen uzasadnia agregację wielkości sprzedaży w cenach sprzedaży. Także w tym wypadku prawo o rachunkowości porządkuje tę kwestię, operując „ceną sprzedaży netto”, wprowadzając rezultaty działalności handlowej do rachunku zysków i strat w konwencji „rachunku brutto”, tj. obroty, a także powołując przychody (i koszty) operacji finansowych oraz pozostałe przychody (i koszty) operacyjne.

Rynkowy sposób gospodarowania wymaga też przewartościowania dotychczasowego podejścia do kategorii majątku. Właściwą interpretację tej kategorii sugeruje ustalenie zawarte w *Założeniach koncepcyjnych sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*⁵. Majątek jest tam trafnie zdefiniowany jako „składnik aktywów to zasób kontrolowany przez jednostkę w wyniku zdarzeń z przeszłości, z którego, według przewidywań, jednostka osiągnie w przyszłości korzyści ekonomiczne”⁶. Przy takim podejściu do istoty majątku w rachunku liczą się jedynie te lokaty kapitału, w stosunku do których istnieje duże prawdopodobieństwo, że przyniosą korzyści ekonomiczne.

W warunkach gospodarki rynkowej pojęcie długu należy rozumieć szeroko i odpowiednio do tego zmodyfikować wynikające z niego sformułowanie „zdolność kredytowa” na „zdolność do zaciągania długów”. Zaciąganie zobowiązań w celu uzupełnienia własnego kapitału kapitałem obcym nie może być ograniczone wyłącznie do kredytu bankowego. Pozyskanie kapitału obcego przybiera w tych warunkach różne formy, np. pożyczki, emisji papierów wartościowych (obligacji), leasingu.

Odpowiednio powiązane ze sobą w ramach modelu Du Ponta wielkości tworzą w rezultacie pięć syntetycznych wskaźników charakteryzujących efektywność działania jednostki gospodarczej, a zarazem wskazują na główne kierunki osiągnięcia tej efektywności. Ten racjonalny model oceny „prześwietla” działalność jednostki gospodarczej i dlatego jest główną procedurą analizy finansowej. Wykorzystane w nim wskaźniki finansowe stanowią równocześnie zwięzły i konkretny „język”, którym posługiwać się mogą zarządy i rady nadzorcze w rozmowie z innymi podmiotami zainteresowanymi wynikami finansowymi jednostki gospodarczej, głównie zaś z akcjonariuszami bądź udziałowcami.

Niewątpliwą zaletą modelu wskaźnikowej analizy Du Ponta jest zwrócenie uwagi na fakt, że czynniki podnoszące efektywność gospodarowania mają swe źródła nie tylko w sferze rzeczowej, lecz i finansowej. Kapitałowy aspekt modelu Du Ponta zwraca też uwagę na właściwe relacje w ramach kapitału, na optymalną jego strukturę. Różne są bowiem zarówno koszty pozyskania kapitału własnego i kapitału

⁵ *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999*, International Accounting Standards Committee – SKwP, Warszawa 1999.

⁶ *Ibidem*, s. 60.

obcego, jak i kształtowanie się zdolności jednostki gospodarczej do zaciągania długów oraz związane z tym ryzyko finansowe.

Szczególnie istotny dla współczesnej rachunkowości okazał się rozwój rynku kapitałowego. Rozwój tego rynku spowodował wzrost liczby i skali działalności spółek i znaczne zapotrzebowanie na kapitał. W gospodarce rynkowej powszechną formą przepływów kapitałów pomiędzy podmiotami gospodarczymi są papiery wartościowe i instrumenty pochodne. Występują one w różnych formach i dokumentują określone prawa ich posiadacza. Model analizy wskaźnikowej Du Ponta rozbudować można w obszarze wskaźników rynku kapitałowego⁷.

Rozbudowany model analizy wskaźnikowej Du Ponta jest doskonałym narzędziem analizy finansowej dla inwestorów i akcjonariuszy. Łączy on wszystkie elementy „klasycznego” modelu Du Ponta z najważniejszymi i najczęściej stosowanymi wskaźnikami rynku kapitałowego. Stojący na jego szczycie wskaźnik ceny rynkowej 1 akcji do zysku netto na 1 akcję (lub jego odwrotność) jest stosowanym na całym świecie wskaźnikiem ułatwiającym przybliżoną ocenę celowości inwestowania w akcje danej spółki. Jego wartość jest uzależniona zarówno od podejmowanych przez zarządzających spółką decyzji gospodarczych, które wpływają na rentowność kapitałów własnych spółki, jak i od decyzji uczestników rynku kapitałowego, kupujących i sprzedających akcje, które oddziałują na kurs giełdowy akcji.

W teorii ekonomii zjawisko upadłości jednostek gospodarczych traktowane jest jako rodzaj naturalnego regulatora systemu ekonomicznego. W gospodarce rynkowej zasoby społeczeństwa zmieniają swoje zastosowanie na bardziej użyteczne. Jednakże z punktu widzenia pojedynczych jednostek związanych z upadającą jednostką jest to zjawisko niekorzystne. Przewidywanie upadłości podmiotów ma istotne znaczenie dla wielu jego kontrahentów, co prowadzi do wykorzystania w tym celu indeksów *Z-score*. W ostatnich latach coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać modele *Z-score* wykorzystywane pomocniczo przez audytorów do stwierdzenia, czy kontynuowanie działalności przez badany podmiot nie jest wątpliwe⁸. Jako pierwszy w 1966 r. opublikował model W. Beaver, choć powszechnie problematyka ta kojarzona jest z modelem opublikowanym w 1968 r. przez E. Altmana⁹. Model W. Beavera opiera się na następujących założeniach:

- im wyższy stan aktywów płynnych, tym mniejsze ryzyko niewywiązania się z zobowiązań,
- im większa różnica między dopływem a wypływem środków pieniężnych, tym ryzyko niewypłacalności mniejsze,
- im większy udział kapitału obcego w finansowaniu działalności, tym ryzyko niewypłacalności większe,

⁷ B. Micherda, *Ewolucja wykorzystania modelu analizy wskaźnikowej Du Ponta*, Infra 2000, SKwP i US, Kolobrzeg 2000.

⁸ T. Stasiewski, *Z-score – indeks przewidywanego upadku przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1996, nr 12. Uwzględniając zastosowane metody estymacji, można podzielić je na modele oparte na analizie dyskryminacyjnej oraz rachunku prawdopodobieństwa warunkowego.

⁹ *Ibidem*.

– im wyższe koszty operacyjne (bez amortyzacji), tym większe ryzyko niewypłacalności.

Największą zdolność do prognozowania upadku mają w tym modelu wskaźniki:

- nadwyżka finansowa (zysk netto + amortyzacja): zobowiązania ogółem,
- zysk netto: suma aktywów,
- zobowiązania ogółem: suma aktywów,
- kapitał pracujący: suma aktywów,
- aktywa obrotowe: zobowiązania krótkoterminowe,
- wskaźnik luki bezkredytowej [(środki pieniężne + krótkoterminowe papiery wartościowe + należności – zobowiązania krótkoterminowe) : (koszty operacyjne – amortyzacja) × 360].

O ile w modelu W. Beavera wnioskowanie prowadzi się na podstawie każdego z sześciu wyżej wymienionych wskaźników z osobna, model E. Altmana sprowadza je do jednego wymiaru, indeksu Z, na wartość którego wpływają pojedyncze zmienne niezależne. W modelu mają one postać następujących wskaźników finansowych¹⁰:

- X1 – kapitał pracujący : suma aktywów,
- X2 – zysk zatrzymany : suma aktywów,
- X3 – (zysk brutto + odsetki do zapłażenia) : suma aktywów,
- X4 – rynkowa wartość kapitału akcyjnego : księgowa wartość zobowiązań ogółem,
- X5 – przychody operacyjne : suma aktywów.

Funkcja dyskryminacyjna uwzględniająca te wskaźniki ma postać:

$$Z = 1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1,0 X5,$$

a wartością graniczną rozdzielałą podmioty – 2,675 (1,81 i 2,99).

System wczesnego wykrywania słabych stron jednostek gospodarczych stworzył w 1998 r. J. Baetge z Uniwersytetu Münster¹¹. Model polega na wyodrębnieniu 14 wskaźników zaliczonych do 3 grup rodzajowych, przy czym 7 z nich dotyczy sytuacji majątkowej, 3 sytuacji finansowej, a 4 sytuacji dochodowej (zyskowności). Wskaźniki te oblicza się przez 5 lat i porównuje z „wartościami średniobranżowymi” i zągęszczane do „wartości neuronowych”, tzw. indeks solidności i wypłacalności (dostępne jedynie w Instytucie Baetge & Partner). System stosowany zgodnie ze specyfiką branży daje biegłym rewidentom możliwość rozpoznania słabych miejsc podmiotu i zapobieżenie ewentualnej upadłości.

W Polsce podjęto próby zastosowania tego typu systemu analizy z pewnymi modyfikacjami i zastrzeżeniami do przedsiębiorstw uczestniczących w programie

¹⁰ Model ten posiada dalsze modyfikacje, np. dla jednostek gospodarczych, których akcje nie były notowane na giełdzie, dla jednostek usługowych. Na analogicznych zasadach (wielozmiennej analizy dyskryminacyjnej) opracowano i inne modele, np. opracowany w 1990 r. w Stanach Zjednoczonych model H. Koha i L. Killougha, w którym indeks $Z = -1,2601 + 0,8701 X1 + 2,1981 X2 + 0,1184 X3 + 0,8960 X4$, gdzie: X1 = (aktywa obrotowe – zapasy) : zobowiązania krótkoterminowe, X2 = zysk zatrzymany : suma aktywów, X3 = zysk na jedną akcję, X4 = dywidenda na jedną akcję, a wartość graniczna rozdzielałą grupy podmiotów to 0.

¹¹ J. Baetge, *Bilanzanalyse*, Düsseldorf 1998, za: S. Zablocka, D. Kartum, *Przewidywanie upadłości i bankructwa firm*, „Rachunkowość” 2000, nr 2.

NFI (1994 r.) i spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (1996 r.)¹². Wyniki wskazują na nieadekwatność modelu Altmana do warunków polskich¹³, propozycja zaś wskaźników z umownymi rangami w wyrazie procentowym wydaje się zbyt ogólna¹⁴.

4. Nadwyżka pieniężna jako podstawa oceny jednostki gospodarczej

Przedstawione powyżej modelowe aspekty analizy finansowej opierają się w głównej mierze na wskaźnikach rentowności, do których obliczania wykorzystuje się kwotę zysku. Ukierunkowanie celu działalności gospodarczej na wzrost wartości jednostki prowadzi do coraz powszechniejszego przekonania, że wynik finansowy oraz wyprowadzone na jego podstawie wskaźniki rentowności nie odzwierciedlają w wystarczająco dokładny sposób efektywności gospodarowania jednostki gospodarczej i nie stanowią dostatecznie dokładnej miary do wyceny wartości podmiotu. Spowodowane jest to tym, że wartość zysku jest wielkością księgową, która jest obliczana zgodnie z zasadami rachunkowości. W zależności od przyjętego i dopuszczonego przepisami prawa sposobu wyceny aktywów i pasywów oraz metody rozliczania kosztów zysk może osiągać różne wartości za ten sam czas w tej samej jednostce gospodarczej. Podstawowymi wadami zysku jako miary wartości jednostki gospodarczej są¹⁵:

- możliwość korzystania z alternatywnych metod wyceny, co w zasadniczy sposób wpływa na wielkość wyniku finansowego,
- nieuwzględnianie ryzyka,
- pomijanie nakładów inwestycyjnych,
- nieuwzględnianie polityki wypłaty dywidendy,
- nieuwzględnianie zmiany wartości pieniądza w czasie.

Przekonanie, że wzrost zysku nie powoduje automatycznie wzrostu wartości jednostki gospodarczej, szczególnie przy inflacji, zwiększa popularność miar względnych, tj. rentowności zainwestowanego kapitału (ROI) czy też rentowności kapitału własnego (ROE). Oba te wskaźniki oblicza się jednak na podstawie wielkości księgowych, dlatego mogą one wykazywać wszystkie wyliczone wyżej mankamenty kwoty zysku. W świetle powyższego, powszechnie znane i akceptowane wskaźniki nie są właściwe do oceny działania mającego na celu wzrost wartości jednostki

¹² Por.: L. Bednarski, *Problemy oceny zagrożenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Warszawa 1998, nr 46.

¹³ T. Stasiewski, *op. cit.*, por. też: S. Zabłocka, D. Kartum, *op. cit.*

¹⁴ L. Bednarski, *op. cit.* (płynność bieżąca – 20%, poziom ogólnego zadłużenia – 25%, stopień pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową – 20%, rentowność netto sprzedaży – 18%, rentowność kapitału własnego – 17%).

¹⁵ Por.: T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa* (artykuł dyskusyjny), „Rachunkowość” 1998, nr 10.

gospodarczej. Stąd też w literaturze przedmiotu miary te nazywane są często „czarne liczby” lub „reguły Fausta”.

Wydaje się, że przedstawione trudności w wykorzystaniu zysku do oceny wartości jednostki gospodarczej uzasadniają pogląd, że należałoby zwrócić większą uwagę na wartość nadwyżki pieniężnej. Wielkość ta ma dużo bardziej obiektywny charakter niż wartość zysku, gdyż przy jej wyliczaniu istnieją dużo mniejsze możliwości manipulacji niż przy wyliczaniu wyniku finansowego. W strukturze nadwyżki pieniężnej „tkwi” nie tylko dochód wytworzony przez zainwestowany kapitał (zysk netto, rezerwy), ale też dochód stanowiący zwrot części zainwestowanego kapitału (amortyzacja)¹⁶. Dlatego też uważa się, że nadwyżka pieniężna jest lepszą miarą efektywności gospodarowania podmiotu niż księgowo wartość zysku.

Zysku nie można zatem utożsamiać z dostępnymi środkami pieniężnymi, których brak stanowi bezpośrednie zagrożenie dla bytu jednostki gospodarczej. J. Kiziukiewicz słusznie porównuje tę sytuację do funkcjonowania żywego organizmu, pisząc: „Zysk w tym wypadku jest odpowiednikiem pożywienia, a wypłacalność – powietrza, bez którego organizm nie może istnieć ani chwili”¹⁷. Za tezę tą przemawia między innymi powołanie kolejnego sprawozdania finansowego o przepływach pieniężnych (*cash flows*). Stwarza to nowe źródła interesującej oceny sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Przydatność tego, wyprowadzonego z „bilansu ruchu”, sprawozdania finansowego wynika z faktu zestawiania w nim czynników (sił) wskazujących obszary działalności jednostki gospodarczej, gdzie pozyskuje bądź traci ona środki pieniężne i ich ekwiwalenty.

Uwzględniając fakt, że zestawiając sprawozdanie finansowe zgodnie z wymaganiami obowiązującego prawa gospodarczego, strumienie przepływów pieniężnych grupuje się z jednej strony w ramach trzech działalności: operacyjnej (realizacja zasadniczego celu jednostki gospodarczej), inwestycyjnej (gospodarowanie majątkiem trwałym), finansowej (gospodarowanie kapitałem), z drugiej zaś możliwe dwa kierunki tych strumieni: nadwyżka (+), niedobór (-), można te przepływy dla celów interesującej, syntetycznej interpretacji zestawić w osiem przypadków podlegających ocenie¹⁸, co prezentuje tabela 1.

Charakter strumieni przepływów pieniężnych pozwala na ogólną ocenę sytuacji finansowej jednostki gospodarczej, która powinna być odpowiednio pogłębiona. Formą tego pogłębienia może być wykorzystanie wskaźników *cash flows*. Na podstawie dwóch zasadniczych grup tych wskaźników można określić, czy przyszłe zasoby pieniężne jednostki gospodarczej będą wystarczające w kontekście przewidywanego na nie zapotrzebowania i czy jednostka ta jest dostatecznie sprawna

¹⁶ Por.: E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996, s. 94–96.

¹⁷ T. Kiziukiewicz, *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, Ekspert, Wrocław 1995, s. 5.

¹⁸ Por.: D.W. Olszewski, *Podstawy analizy finansowej przedsiębiorstwa*, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1992, s. 35.

w zakresie generowania przepływów pieniężnych w porównaniu z innymi okresami bądź innymi podmiotami¹⁹.

Tabela 1. Rozpoznanie sytuacji finansowej jednostki gospodarczej

Rodzaj strumieni	Przypadki							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operacyjny	+	+	+	+	-	-	-	-
Inwestycyjny	+	-	+	-	+	-	+	-
Finansowy	+	-	-	+	+	+	-	-

Przypadek 1 – duża płynność finansowa i przygotowywanie się do nowych przedsięwzięć lub przejęcia innej jednostki gospodarczej, przypadek 2 – wysoka rentowność i możliwość inwestowania oraz regulowanie zobowiązań wobec właścicieli lub wierzycieli, przypadek 3 – procesy restrukturyzacyjne, przypadek 4 – typowa jednostka gospodarcza rozwijająca się, przypadek 5 – przejściowe trudności finansowe jednostki gospodarczej, przypadek 6 – sytuacja charakteryzująca młode „rozwijające się” jednostki gospodarcze, przypadek 7 – trudności finansowe jednostki gospodarczej oraz próby ich pokonania poprzez sprzedaż majątku trwałego, przypadek 8 – prawdopodobieństwo bankructwa jednostki gospodarczej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D.W. Olszewski, *op. cit.*, s. 25.

W pierwszej grupie podstawowe znaczenie ma wskaźnik ogólnej wystarczalności gotówki jako relacja gotówki netto z działalności operacyjnej do spłaty zobowiązań długoterminowych, wypłat dywidend i zakupów majątkowych. Bardziej szczegółowe wskaźniki tej grupy umożliwiają dalsze pogłębienie tej analizy. Wskaźnik będący relacją amortyzacji do gotówki netto z działalności operacyjnej (udziału amortyzacji w przyroście gotówki) wskazuje na rolę, jaką odgrywa amortyzacja w nadwyżce pieniężnej wygospodarowanej przez jednostkę gospodarczą i stawia równocześnie pytanie, jak długo będą to wolne środki pieniężne nie zaangażowane w potrzeby inwestycyjne²⁰.

Wskaźniki drugiej grupy charakteryzują wydajność gotówkową jednostki gospodarczej i są relacją gotówki netto a działalności operacyjnej do sprzedaży, zysku netto bądź majątku. Pożądana jest przy tym stosunkowo wysoka wartość tych wskaźników²¹.

Rosnące zapotrzebowanie na wskaźniki charakteryzujące gospodarkę pieniężną jednostek gospodarczych jest przesłanką pogłębienia koncepcji odpowiednich

¹⁹ Por.: M. Gottlieb, W. Lewczyński, *Cash flows, sprawozdanie z przepływów gotówki (w praktyce USA i w warunkach polskich)*, Instytut Przedsiębiorczości, Sopot 1993, s. 59–63. Autorzy wyróżniają wskaźniki wystarczalności gotówki i wskaźniki wydajności gotówkowej, przytaczając wyniki badań ich poziomu w wybranych branżach w USA w latach 1986–1988.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.

wskaźników opartych na danych wynikających z rachunku przepływów pieniężnych. Wyrazem tego jest propozycja wykorzystywania trzech grup tych wskaźników²²:

- struktury przepływów pieniężnych,
- charakteryzujące wystarczalność gotówki,
- wyrażające wydajność gotówkową jednostki gospodarczej.

Wskaźniki pierwszej grupy charakteryzują strukturę źródeł wpływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej, w tym głównie zysku netto, amortyzacji i zwolnionych środków własnych. Wskaźniki drugiej grupy stanowią podstawę oceny zdolności generowania gotówki z działalności operacyjnej, do pokrycia niezbędnych potrzeb w zakresie inwestycji w majątku trwałym, spłaty zobowiązań oraz wypłaty dywidend i mają postać wskaźnika syntetycznego i wskaźników szczegółowych. Wskaźniki trzeciej grupy to wskaźniki wydajności gotówkowej sprzedaży oraz wydajności gotówkowej zaangażowanego kapitału.

Warto dodać, że aktualny wyraz tej koncepcji utrzymuje trzy grupy wskaźników (struktury przepływów pieniężnych, wystarczalność środków i wydajności środków), wzbogacając głównie wskaźniki charakteryzujące strukturę przepływów środków pieniężnych o dalsze przekroje strukturalne²³.

Pomimo wielu zalet nadwyżki pieniężnej jako miernika efektywności gospodarowania i wartości jednostki istnieje wiele powodów, dla których nie można zrezygnować z powszechnego stosowania w praktyce gospodarczej miernika zysku i opartych na nim modeli analizy wskaźnikowej. Dlatego też wydaje się, że w praktyce gospodarczej równocześnie z miernikiem zysku powinien być stosowany miernik nadwyżki pieniężnej, jako istotne uzupełnienie i wzbogacenie sporządzanych analiz finansowych²⁴.

5. Mierniki wartości kreowanej

Ukierunkowanie celu działalności gospodarczej na wzrost wartości jednostki prowadzi do zainteresowania miernikami opartymi na wartości kreowanej. U podstaw tych koncepcji leży przekonanie, że ocena rezultatów działalności gospodarczej powinna być oparta nie na miernikach zysku księgowego, lecz zysku ekonomicznego. Koncepcja rachunku zysków od dawna była przedmiotem zainteresowania ekonomistów. A. Smith określił wynik jako przyrost bogactwa, obecnie można powiedzieć przyrostu kapitału²⁵. Pojęcie zysku ekonomicznego pochodzi z XIX w., kiedy to A. Marshall stwierdził: „to co pozostaje z zysków (właściciela lub menedżera) po odjęciu odsetek od kapitału według obowiązującej stopy procentowej,

²² T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Cash flow w przedsiębiorstwie...*, s. 38–42.

²³ T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Jak korzystać ze sprawozdania z przepływu środków pieniężnych*, „Rachunkowość” 1999, nr 12.

²⁴ Do takiej konkluzji dochodzą w przytoczonym artykule dyskusyjnym T. Waśniewski i W. Skoczylas.

²⁵ Por.: M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza...*, s. 343.

można nazwać zyskiem z przedsięwzięcia lub z tytułu sprawowania zarządu²⁶. Zysk ekonomiczny jest więc zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu pomniejszonym o sumę odpowiadającą opłacie za użytkowany kapitał. Można go też ustalić, mnożąc wartość zainwestowanego kapitału przez różnicę rentowności tego kapitału i średniego ważonego kosztu kapitału. Jednoznacznie charakteryzuje tę kategorię stwierdzenie: „Stosowany w obowiązujących obecnie systemach rachunkowości model rachunku okresowego zysku nie uwzględnia ekonomicznej kategorii *opportunity cost*, przedstawiającej odsetki od kapitału własnego, którą uwzględnia się w ekonomicznej koncepcji zysku. Nie istnieje tego rodzaju kategoria kosztów, mimo że panuje zgodna opinia, że nie ma niczego za darmo”²⁷. Zysk ekonomiczny mierzy więc wartość ekonomiczną, którą jednostka gospodarcza wytworzyła w danym okresie. Znaczenie kategorii zysku ekonomicznego rośnie w sytuacji coraz wyraźniejszego zainteresowania kapitałem intelektualnym, inwestowaniem w wartości niewymierne jednostki gospodarczej²⁸.

Ekonomiczna wartość dodana wprowadzona do praktyki życia gospodarczego przez firmę konsultingową z Nowego Jorku Stern Steward&Co. jako narzędzie wspomagające korporacje w maksymalizacji wartości zainwestowanej przez akcjonariuszy. Dotychczasowe miary wykonania ROI i ROE, nie uwzględniające wartości kapitału intelektualnego, nie sprawdziły się dla celów podejmowania decyzji strategicznych. Zaistniała potrzeba wypracowania miary, która lepiej wspomagałaby ocenę wykonania zarządzających. Ekonomiczna wartość dodana, zdaniem jej twórców, jest miarą uwzględniającą wszystkie elementy wpływające na zwiększenie lub zmniejszenie wartości jednostki gospodarczej. Ekonomiczna wartość dodana jest różnicą pomiędzy wartością sprzedaży netto i sumą kosztów operacyjnych, podatków oraz kapitału zaangażowanego w daną działalność. Stąd też ogólnie²⁹:

$$EVA = S - KO - T - K,$$

gdzie:

EVA – ekonomiczna wartość dodana,
S – sprzedaż,
KO – koszty operacyjne,
T – podatki,
K – koszt kapitału zaangażowanego (obliczony jako iloczyn średnio-ważonego kosztu kapitału i kapitału zainwestowanego w daną działalność).

Bogactwo akcjonariuszy maksymalizowane jest przez zwiększenie różnicy pomiędzy wartością rynkową firmy a wartością kapitału zainwestowanego przez jej

²⁶ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 135.

²⁷ M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza...*, s. 343.

²⁸ Wartość aktywów netto firmy Coca-Cola w 1996 r. wynosiła 4% jej wartości rynkowej (6% w przypadku firmy Microsoft).

²⁹ Ekonomiczna wartość dodana jest współczesnym odpowiednikiem znanej miary zwanej zyskiem rezydualnym.

właścicieli. Jest to rynkowa wartość dodana (*MVA*). Jest to zatem różnica pomiędzy kwotą środków, jaką w danym momencie mogliby uzyskać akcjonariusze, sprzedając swoje akcje spółki a sumą środków zainwestowaną dotychczas przez nich w tę spółkę.

Mierniki opatrzone akronimami *EVA* (*Economic Value Added*) i *MVA* (*Market Value Added*), pozwalające określić w jakim stopniu zarządy spółek realizują interes akcjonariuszy, są miernikami koncepcji zarządzania przez wartość *VBM* (*Value Based Management*) opartej na wartości dla akcjonariuszy³⁰. Według A. Rappaporta³¹ istnieją cztery czynniki, które skłaniają zarząd do działania na rzecz akcjonariuszy, czyli do zwiększenia rynkowej wartości spółki. Są to:

- względnie duży udział członków zarządu w własności spółki,
- powiązanie wynagrodzenia członków zarządu ze stopą zwrotu osiąganą przez akcjonariuszy,
- groźba przejęcia przez inne przedsiębiorstwa,
- konkurencja na rynku pracy dla kadry zarządzającej.

Koncepcja powiększania wartości spółki pod kątem zwiększenia korzyści akcjonariuszy staje się coraz bardziej popularna. W pewnym stopniu jest to następstwem instytucjonalizacji rynku kapitałowego, to znaczy, w coraz większym stopniu głównym inwestorem-akcjonariuszem stają się duże instytucje finansowe, które żądają wzrostu wartości spółek, w które inwestują. Instytucjonalni akcjonariusze dysponujący dużymi pakietami akcji oraz profesjonalną kadrami są w stanie wywierać naciski na zarządy spółek w celu ukierunkowania zarządzania na zwiększenie wartości tych spółek³².

Koncepcja szczegółowego pomiaru mierników *EVA* i *MVA* oparta jest na ostrzeganiu podmiotu gospodarczego w sposób, w jaki to czyni rynek papierów wartościowych. Jest to skoncentrowanie się bardziej na wartości niż na zyskowności tego podmiotu. Podstawowymi elementami obliczeniowymi ekonomicznej wartości dodanej są³³: zysk operacyjny po opodatkowaniu, wartość zaangażowanego kapitału i wiążący się z tą wartością odpowiedni koszt kapitału. Tak więc:

$$EVA = NOPAT - CC$$

lub

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC,$$

³⁰ J. Szczygielski, *Koncepcje wzrostu wartości firmy – uwarunkowania finansowe*, materiały z konferencji pt. *Współczesne tendencje w zarządzaniu – teoria i praktyka*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Marketingu w Chrzanowie, Chrzanów, czerwiec 2000. Por. też: A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, oraz W. Cwynar, A. Cwynar, *Nowe tendencje w teorii i praktyce finansów – koncepcje EVATM i MVATM*, „Rachunkowość” 2000, nr 3; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 133–159.

³¹ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG Press, Warszawa 1999.

³² J. Szczygielski, *op. cit.*

³³ Rachunek ten prezentują: B. Sumek-Brandys, *Mierniki kreowania dodatkowej wartości*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 2000, nr 553 oraz W. Cwynar, A. Cwynar, *op. cit.*

gdzie:

- NOPAT* – zysk operacyjny po opodatkowaniu,
CC – koszty kapitału,
C – zaangażowany kapitał,
WACC – średni ważony koszt kapitału³⁴.

Jeżeli stopę zwrotu kapitału (ROR) określi się jako:

$$ROR = NOPAT/C$$

to:

$$EVA = (ROR - WACC \text{ (w \%)}) \cdot C.$$

Wielkości zysku operacyjnego po opodatkowaniu i zaangażowanego kapitału nie wynikają bezpośrednio ze sporządzanych sprawozdań finansowych. Opierają się na „wartościach ekonomicznych”. Aby móc przedstawić wielkość zysku operacyjnego po opodatkowaniu i zaangażowanego kapitału według ich przybliżonej wartości ekonomicznej, koncepcja zakłada wykorzystanie systemu rezerw równoważnych kapitałowi własnemu. Oznacza to wprowadzenie korekt przekształcających księgową wartość w ekonomiczną wartość księgową tak, aby można było ustalić wartość wszystkich środków pieniężnych rzeczywiście zainwestowanych przez właścicieli i tym samym lepiej odzwierciedlić wartość, od której inwestorzy oczekują odpowiedniej stopy zwrotu. Podobnie odpowiednio skorygowane przychody i koszty tworzą zysk operacyjny po opodatkowaniu, czyniąc go bardziej realistyczną miarą rzeczywistego zysku gotówkowego, otrzymanego z działalności prowadzonej przez jednostkę gospodarczą³⁵. Korekty te polegają na dodawaniu równoważnych kapitałowi własnemu rezerw do kapitału i odniesieniu okresowych zmian w tych rezerwach do zysku operacyjnego po opodatkowaniu.

Najwięcej miejsca w literaturze dotyczącej omawianej koncepcji poświęca się trzem składowym ekwiwalentów kapitału własnego:

- rezerwie LIFO,
- rezerwie na odłożony podatek dochodowy,
- nakładom na działalność badawczo-rozwojową³⁶.

Tak więc:

EVA = skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu – *WACC* × skorygowany kapitał zainwestowany.

³⁴ *WACC* = koszt kapitału własnego (w %) × udział kapitału własnego w ogólnej sumie kapitału + koszt kapitału obcego (w %) × udział kapitału obcego w ogólnej sumie kapitału × (1 – stopa podatku dochodowego).

³⁵ B. Sumek-Brandys, *op. cit.*, por. też: W. Skoczylas, *Problemy pomiaru osiągnięć przedsiębiorstwa wynikające z wprowadzenia systemu zarządzania wartością*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Warszawa 2000, nr 56. Autor koncepcji S. Stewart zdefiniował 164 potencjalne rachunkowe korekty, by uzyskać „rzeczywiste” odzwierciedlenie wyników osiągniętych z prowadzonej działalności.

³⁶ W. Cwynar i A. Cwynar, *op. cit.* Do dalszych zaliczyć można np. leasing operacyjny.

- Ekonomiczną wartość dodaną zwiększyć można w danym okresie poprzez:
- wycofanie kapitału z działalności, dla której stopa zwrotu jest mniejsza niż koszt kapitału,
 - inwestowanie nowego kapitału w przedsięwzięcia, dla których różnica pomiędzy stopą zwrotu a kosztem kapitału jest dodatnia, czyli w projekty, dla których terażniejsza wartość netto jest większa od 0 ($NPV > 0$) lub wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) jest większa niż koszt kapitału (w %),
 - bardziej efektywne wykorzystanie posiadanego potencjału i tym samym zwiększenie różnicy pomiędzy stopą zwrotu a kosztem kapitału³⁷.

Dla podmiotów notowanych na giełdzie w koncepcji tej ustala się rynkową wartość dodaną (MVA) jako różnicę pomiędzy rynkową wartością spółki a wartością kapitału w nią zainwestowanego. Zainwestowany kapitał ustalany jest jako skorygowana księgową wartość kapitału własnego i zobowiązań, od których płacone jest oprocentowanie. Tak więc:

$$MVA = \text{bieżąca rynkowa wartość spółki} - \text{skorygowany kapitał zainwestowany.}$$

Przyjmując założenie, że rynkowa i księgową wartość zobowiązań, od których jest płacone oprocentowanie są równe, to:

$$MVA = \text{bieżąca rynkowa wartość kapitału własnego} - \text{skorygowana wartość księgową kapitału własnego.}$$

Rynkową wartość kapitału własnego można przedstawić jako iloczyn rynkowej ceny jednej akcji spółki (p) oraz liczby wyemitowanych przez nią akcji (n). Wówczas rynkowa wartość dodana przyjmie postać:

$$MVA = p \cdot n - \text{skorygowana wartość księgową kapitału własnego.}$$

Ostatecznie więc rynkowa wartość dodana stanowi różnicę między kwotą środków, jaką w danym momencie mogliby uzyskać wszyscy akcjonariusze spółki, wycofując z niej swój kapitał (sprzedając akcje), a wartością środków pieniężnych zainwestowanych przez nich do tej pory w tę spółkę. Wartości MVA informują zatem o tym, czy spółka dostarczyła w czasie swej dotychczasowej, rynkowej działalności dodatkowe korzyści finansowe swym akcjonariuszom ($MVA > 0$), czy też pomniejszyła wielkość ich korzyści o pewną wartość ($MVA < 0$).

6. Podsumowanie

Przesłanki ewolucji oceny jednostek gospodarczych i wyceny w rachunkowości kierują uwagę na³⁸:

- wynik ekonomiczny i koncepcje wartości dodanej,

³⁷ Jest to zgodne z tzw. rachunkiem dźwigni.

³⁸ Por.: D. Dobija, *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 2000, nr 553.

- zagadnienia kosztu kapitału własnego,
- objęcie systemem rachunkowości zasobów ludzkich,
- relacje podmiotu gospodarczego ze środowiskiem społeczno-ekonomicznym.

Prowadzi to wyraźnie do nurtu rachunkowości społeczno-ekonomicznej. Zadaniem rachunkowości jest w tym wypadku również określenie, pomiar i bilansowanie kosztów i korzyści społecznych będących rezultatem działalności jednostki gospodarczej. Takiego podejścia wymaga rynek kapitałowy, uczestnicy giełdy są bowiem świadomi znaczenia potencjału kapitału ludzkiego w ocenie wartości rynkowej. Rachunkowość powinna zatem rejestrować i określać wartości istotne z tego punktu widzenia. Stąd też, jak się wydaje wynika zainteresowanie współczesnej rachunkowości problematyką instrumentów finansowych.

Ewolucja oceny jednostek stawia nowe zadania osobom zajmującym się profesjonalnie rachunkowością, a w szczególności biegłym rewidentom. W dobie „przewartościowania” podejścia do problematyki wyceny i prób wykorzystania koncepcji „wartości godziwej” niezbędne jest szersze spojrzenie na zagadnienia kwantyfikacji, wykorzystanie teorii pomiaru i wynikające z niej zalecenia praktyczne³⁹.

Literatura

- Bednarski L., *Problemy oceny zagrożenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Warszawa 1998, nr 46.
- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Cwynar W., Cwynar A., *Nowe tendencje w teorii i praktyce finansów – koncepcje EVATTM MVATM*, „Rachunkowość” 2000, nr 3.
- Dobjija D., *Możliwości pomiaru kapitału intelektualnego organizacji i jego prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 2000, nr 553.
- Dobjija M., *Teoretyczne i organizacyjne podstawy systemu trójwymiarowej rachunkowości*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 1990, nr 329.
- Dobjija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Dulinić A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Gottlieb M., Lewczyński W., *Cash flows, sprawozdanie z przepływu gotówki (w praktyce USA i w warunkach polskich)*, Instytut Przedsiębiorczości, Sopot 1993.
- Ijiri Y., *A Framework for Triple-Entry Bookkeeping*, „The Accounting Review” 1986, nr 4.
- Kiziukiewicz T., *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, Ekspert, Wrocław 1995.
- Micherda B., *Straty i korzyści ekologiczne* (recenzja), „Rachunkowość” 2000, nr 8.
- Micherda B., *Ewolucja wykorzystania modelu analizy wskaźnikowej Du Pont’a*, Infra 2000, SKwP i US, Kołobrzeg 2000.
- Micherda B., *Analityczna funkcja rachunkowości*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2001.

³⁹ Zwraca uwagę na to: B. Micherda, *Straty i korzyści ekologiczne* (recenzja), „Rachunkowość” 2000, nr 8).

- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999*, International Accounting Standards Committee – SKwP, Warszawa 1999.
- Olszewski D. W., *Podstawy analizy finansowej przedsiębiorstwa*, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1992.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG Press, Warszawa 1999.
- Skoczylas W., *Problemy pomiaru osiągnięć przedsiębiorstwa wynikające z wprowadzenia systemu zarządzania wartością*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Warszawa 2000, nr 56.
- Stasiewski T., *Z-score – indeks przewidywanego upadku przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1966, nr 12.
- Sumek-Brandys B., *Mierniki kreowania dodatkowej wartości*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 2000, nr 553.
- Szczygielski J., *Koncepcje wzrostu wartości firmy – uwarunkowania finansowe*, materiały z konferencji pt. *Współczesne tendencje w zarządzaniu – teoria i praktyka*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Marketingu w Chrzanowie, Chrzanów, 28 czerwiec 2000.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Cash flow w przedsiębiorstwie. Ustalanie i analiza*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa* (artykuł dyskusyjny), „Rachunkowość” 1998, nr 10.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Jak korzystać ze sprawozdania z przepływu środków pieniężnych*, „Rachunkowość” 1999, nr 12.
- Wójtowicz P., *Identyfikacja i pomiar źródeł zyskowności jednostki gospodarczej przy zastosowaniu modelu rachunkowości trójwymiarowej*, rozprawa doktorska, AE w Krakowie, Kraków 1999.
- Zabłocka S., Kartum D., *Przewidywanie upadłości i bankructwa firm*, „Rachunkowość” 2000, nr 2.

Evolutions in the Evaluation of Companies' Performances

The main aim of accounting, which is a multidimensional estimation of financial results, is overwhelmingly visible in market economy. The bottom line in business under market economy is capital multiplication usually through the achievement of better financial results. Accounting as a method for estimating processes of value multiplication in the face of changing and complex economic climate should have at its disposal suitable techniques for describing and estimating the wide range of activities constantly undergoing changes.

This paper is an attempt to present this evolution by discussing the following:

- profitability models based on book profits,
- models that warn against bankruptcies,
- cash surplus as an estimation index,
- indices for creative values.

To sum up, attention was focused on the socio-economic trend in accountancy and the new tasks, which evolutions in the evaluation of companies' performances set for professionals of accountancy.