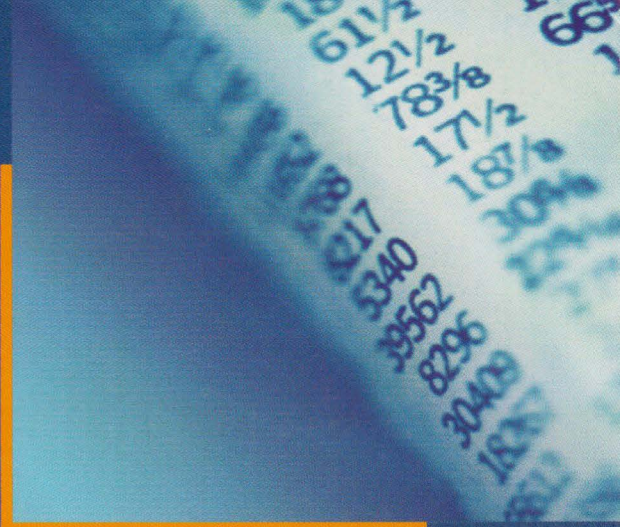




Rachunkowość w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa

Redakcja naukowa

IRENA SOBAŃSKA i TOMASZ WNUK-PEL



WYDAWNICTWO UNIwersytetu ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2009

Rozdział 4

*Przemysław Czajor**

WPŁYW INSTRUMENTÓW POCHODNYCH I RACHUNKOWOŚCI ZABEZPIECZEŃ NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wprowadzenie

Zabezpieczenie w świetle regulacji rachunkowości oznacza zawarcie kontraktu, którego zmiany wartości kompensują zmiany wartości lub przepływów pieniężnych związanych z pozycją zabezpieczaną. Z ekonomicznego punktu widzenia zawieranie transakcji zabezpieczających ma na celu stabilizowanie sytuacji finansowej (określanej poprzez wynik finansowy oraz stan środków pieniężnych) przedsiębiorstwa w długim okresie. Nie zawsze jednak transakcje, które z ekonomicznego punktu widzenia spełniają cel stawiany przed transakcjami zabezpieczającymi, będą za takie uznane w rozumieniu regulacji rachunkowości.

Celem niniejszego artykułu jest analiza wpływu transakcji zabezpieczających (zawartych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych¹) na wartość przedsiębiorstwa mierzoną według metody ekonomicznej wartości dodanej (EVA^{TM2} – ang. Economic Value Added) oraz, stanowiącej jej rozwinięcie, metody rynkowej wartości dodanej (MVA – ang. Market Value Added). W artykule tym podjęto próbę porównania wpływu na wartość przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych wykazywanych zgodnie z zasadami rachunkowości zabezpieczeń (według MSR 39) z wpływem wywieranym przez instrumenty pochodne zawarte w celach zabezpieczających, ale w przypadku niekorzystania z zasad rachunkowości zabezpieczeń.

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

¹ Z ekonomicznego punktu widzenia możliwe jest zabezpieczenie w inny sposób niż z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Natomiast regulacje rachunkowości również dopuszczają, w określonych przypadkach, możliwość zabezpieczenia bez zawierania transakcji pochodnych.

² Akronim EVA jest zastrzeżony przez Stern Stewart Management Services. W dalszej części artykułu dla uproszczenia jest wykorzystywany akronim EVA bez znaku handlowego.

Dla potrzeb realizacji wymienionych celów, w artykule przedstawiono istotę wartości przedsiębiorstwa oraz sposób pomiaru tej wartości według metody EVA i MVA. Omówione zostały również nośniki wartości przedsiębiorstwa oraz wpływ, jaki wywiera na nie stosowanie instrumentów pochodnych. Następnie analizie został poddany wpływ stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń według MSR 39 na nośniki wartości przedsiębiorstwa oraz na wartość przedsiębiorstwa mierzoną według wymienionych wcześniej metod.

2. Istota i pomiar wartości przedsiębiorstwa

2.1. Założenia koncepcji Value-Based Management

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa, określana również jako „zarządzanie oparte na wartości” (VBM – ang. Value-Based Management³), rozwinęła się na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. W okresie tym nastąpił znaczący wzrost inwestycji prywatnych na rynkach kapitałowych. Doprowadziło to do powstania rozbieżności między wartością rynkową akcji przedsiębiorstwa a wartością wynikającą z potencjału majątku przedsiębiorstwa, która określana jest jako „luka wartości”. Zaobserwowano również „rozdźwięk pomiędzy rezultatami jednostek gospodarczych w ujęciu księgowym a ich rynkową wyceną, wyrażający się m. in. bardzo niską korelacją pomiędzy wartościami zysku przypadającego na jedną akcję (EPS – ang. Earnings per Share) a jej rynkowym kursem” (Cwynar, Cwynar, 2002, s. 35).

Istotną przesłanką opracowania i wdrażania koncepcji zarządzania opartego na wartości była również „konieczność poprawy konkurencyjności firm amerykańskich w świecie i powrót gospodarki USA na ścieżkę długofalowego wzrostu” (Herman, Szablewski, 1999, s. 24). Rozwój koncepcji wartości dla akcjonariuszy związany jest także z nasilającym się w latach osiemdziesiątych XX w. niezadowoleniem z tradycyjnych metod pomiaru i oceny wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa.

Wymienione czynniki spowodowały, że zarządy przedsiębiorstw musiały zwrócić większą uwagę na wartość tworzoną dla akcjonariuszy. Rozwój technologii informatycznych doprowadził bowiem do akceleracji przepływu kapitału. Akcjonariusze (inwestorzy) niezadowolone z tempa bądź poziomu wzrostu wartości zaangażowanego przez nich kapitału (ustalanego na podstawie rynkowych cen akcji) mogli bez większych problemów dokonać transferu zaangażowanych środków do innych przedsięwzięć.

³ Termin Value-Based Management (VBM) został po raz pierwszy zastosowany przez N. Kurlanda w 1980 r. Zobacz szerzej: Brohawn, 1997.

Za twórcę koncepcji wartości dla akcjonariuszy uznaje się w literaturze przedmiotu A. Rappaporta, który w swojej publikacji z 1986 r. *Creating Shareholder Value* określił procedury pomiaru tej wartości⁴. Natomiast teoria dochodu rezydualnego, stanowiąca podstawę koncepcji VBM, została sformułowana blisko sto lat wcześniej przez Alfreda Marshalla⁵, a znaczenie kosztu kapitału (stanowiącego istotny czynnik determinujący wartość przedsiębiorstwa) jest tematem wielu opracowań od 1958 r., kiedy F. Modigliani i M. Miller opublikowali swój pierwszy artykuł poświęcony teorii struktury kapitału⁶.

A. Rappaport (1999) określa wartość dla akcjonariuszy (*SHV* – ang. Shareholder Value) jako wartość przedsiębiorstwa reprezentowaną przez kapitał własny. Całkowita wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa jest bowiem, według tego autora, sumą wartości jego zadłużenia i kapitału własnego. Na potrzeby określania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy A. Rappaport zaproponował wskaźnik *SVA* (ang. Shareholder Value Added) – wartość dodana dla akcjonariuszy. Pojęcie wartości dla akcjonariuszy próbują definiować również A. Black, P. Wright i J. E. Bachman (2000, s. 21), według których „SHV to wartość spółki pomniejszona o długi”.

2.2. EVA i MVA jako metody pomiaru wartości przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu wartość przedsiębiorstwa opisywana jest z perspektywy różnych ujęć klasyfikacyjnych, takich jak kryteria⁷: metod wyceny wartości, przyjętych standardów definiowania wartości, źródła zasad pomiaru wyceny. Z punktu widzenia tematyki niniejszego artykułu należy zwrócić uwagę na kryterium metod wyceny, w ramach którego wyróżnia się metody⁸: majątkowe, dochodowe, porównawcze, mieszane.

⁴ Warto zaakcentować, że tematyka wartości dla akcjonariuszy była już wcześniej przedmiotem zainteresowania A. Rappaporta, o czym świadczą jego artykuły w „Harvard Business Review” z okresu sprzed wydania wskazanej powyżej publikacji, jak: Rappaport, 1981; 1979a, b. We wcześniejszych pracach autor ten zwracał ponadto uwagę na konieczność dokonywania korekt danych księgowych, które posiadają ograniczone zastosowanie w przypadku inflacji, zobacz szerzej: Rappaport, 1979a, s. 91–100.

⁵ Autor ten uważał, że dochodem rezydualnym jest zysk pomniejszony o odsetki od kapitału ustalone według aktualnej stopy procentowej. Jednocześnie podkreślał on, że wartość tworzona przez przedsiębiorstwo (zys ekonomiczny) powinna uwzględniać nie tylko koszty ujemowane przez rachunkowość, ale również możliwości alternatywnego wykorzystania kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie. Zob. szerzej: Marshall, 1890, s. 142; podają za: Copeland, Koller, Murrin, 2000, s. 143).

⁶ Zob. szerzej: Modigliani, Miller, 1958, 1963).

⁷ Por. Walińska, Urbanek, 2004, s. 162.

⁸ O metodach wyceny przedsiębiorstwa zobacz szerzej: Zarzecki, 1999; Jaki, 2000; Melich, 2007; Mączyńska, 2005; Kamela-Sowińska, 2006; Zadora, 2005; Szczepankowski, 2007.

W literaturze przedmiotu dla każdej z wymienionych powyżej grup metod⁹ wyceny wyróżnia się wiele metod (technik) pomiaru wartości. Przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu jest ekonomiczna wartość dodana (*EVA*), którą w literaturze przedmiotu zalicza się do dochodowych¹⁰ metod wyceny

⁹ Różnica pomiędzy metodami majątkowymi a dochodowymi wyceny wartości przedsiębiorstwa polega na punkcie odniesienia co do źródła tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Metody majątkowe za punkt wyjścia przyjmują bilans przedsiębiorstwa, bowiem źródłem tworzenia wartości w świetle tych metod jest rozmiar oraz struktura aktywów i pasywów przedsiębiorstwa. Metody majątkowe mają zatem charakter statyczny. W odróżnieniu od metod majątkowych, metody dochodowe mają z kolei charakter dynamiczny. Oparte są bowiem na określeniu zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dochodów w przyszłości.

Swoistą odmianą metod wyceny przedsiębiorstwa są metody porównawcze, które wykorzystują różnego rodzaju wskaźniki i mnożniki cenowe, ustalane najczęściej na podstawie notowań giełdowych. Powszechność stosowania metod porównawczych jest zatem ograniczona stopniem rozwinięcia rynku kapitałowego, a metody te znajdują zastosowanie przede wszystkim do wyceny spółek giełdowych. Metody mieszane są z kolei „próbą pogodzenia teorii wyceny z dorobkiem praktyki wyceny” (M a c z y Ń s k a, 2005, s. 167) i stosowane są zwłaszcza w krajach o rozwiniętym rynku obrotu przedsiębiorstwami. W metodach mieszanych stosowane są zazwyczaj zróżnicowane wagi dla wartości dochodowej i majątkowej.

W ostatnich latach coraz większą popularność zyskuje również wycena przedsiębiorstwa oparta na teorii opcji rzeczywistych (określanych też jako opcje realne). Opcje rzeczywiste wykorzystywane są jednak najczęściej do wyceny niematerialnych zasobów przedsiębiorstwa, jak marka bądź kapitał intelektualny. Szerzej na temat opcji rzeczywistych w kontekście wyceny wartości przedsiębiorstwa bądź jego poszczególnych elementów zob.: M i c h a ł s k i, 2001, s. 68–87; U r b a n e k, 2007, s. 270–314; S z c z e p a n k o w s k i, 2007, s. 277–298.

¹⁰ Dochodowe metody wyceny wartości przedsiębiorstwa oparte są na rachunku efektywności inwestycji, zgodnie z którym inwestycja powinna gwarantować inwestorowi wyższy zwrot niż inwestycje wolne od ryzyka. W odróżnieniu od metod majątkowych metody dochodowe zwracają uwagę na przyszłe korzyści, jakie może przynieść potencjał przedsiębiorstwa, podczas gdy metody majątkowe koncentrują uwagę jedynie na bieżącym stanie posiadania przedsiębiorstwa.

Do najbardziej popularnej metody dochodowej w literaturze przedmiotu zalicza się metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF – ang. Discounted Cash Flow). Przeprowadzenie wyceny wartości przedsiębiorstwa na podstawie metody DCF wymaga określenia: przyszłych przepływów pieniężnych, horyzontu czasowego prognozy przepływów, stopy dyskontowej na podstawie oczekiwanego zwrotu z kapitału, wartości rezydualnej przedsiębiorstwa na koniec okresu prognozy.

W literaturze przedmiotu występuje wiele różnych odmian metody DCF, które różnią się zarówno sposobem obliczania przyszłych przepływów pieniężnych i stopy dyskontowej, jak poziomem szczegółowości. Do najczęściej stosowanych wariantów metody DCF zalicza się jej dwie odmiany, różniące się sposobem określania tzw. wolnych przepływów pieniężnych. Pierwsza oparta jest na tzw. wolnych przepływach pieniężnych dla wszystkich inwestorów (FCFF – ang. Free Cash Flow to Firm). Druga odmiana metody DCF bazuje z kolei na tzw. wolnych przepływach pieniężnych dla inwestorów, którzy wnieśli swój kapitał (FCFE – ang. Free Cash Flow to Equity). Szerzej zob. D a m o d a r a n, 1996, s. 222–232).

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że podstawowym modelem wyceny powinien być model oparty na przepływach pieniężnych dla wszystkich inwestorów. Dla uproszczenia formuł, w dalszej części artykułu stosowane będzie określenie FCF (ang. Free Cash Flow). Do podstawowych problemów przy stosowaniu metody DCF należy wycena wartości rezydualnej przedsiębiorstwa. Jednym ze sposobów jej ustalania jest wykorzystanie założenia o stałym wzroście przyszłych

przedsiębiorstwa. Ta metoda zyskuje wyjątkową popularność od końca lat osiemdziesiątych XX w., kiedy została spopularyzowana przez firmę Stern Stewart Management Services¹¹.

przepływów pieniężnych. Przyszłe przepływy pieniężne są następnie dyskontowane różnicą stopy kosztu kapitału i stopy wzrostu. Formuła ustalania wartości rezydualnej określona zostanie jako

$RV = [FCF_n \cdot (1 + g)] / (r - g)$ (RV – wartość rezydualna, r – stopa kosztu kapitału, g – stopa wzrostu przychodów).

Drugim sposobem ustalania wartości rezydualnej jest wykorzystanie formuły opartej na czynnikach kształtujących wartość. Czynnikiem kształtującym wartość jest w takim przypadku gotówkowy zysk osiągany przez przedsiębiorstwo, który ma być osiągnięty w roku następującym po ostatnim roku szczegółowej prognozy finansowej. Wartość rezydualna przedsiębiorstwa zostaje wówczas określona jako

$$RV = [NOPAT_{t+1} \cdot (1 - g/r)] / (r - g) \quad (NOPAT - \text{zysk operacyjny po opodatkowaniu}).$$

W literaturze przedmiotu występuje również szereg innych formuł ustalania wartości rezydualnej. Zob. szerzej: Michalski, 2001, s. 61; Borowiecki, Jaki, Kaczmarek, 1998, s. 52; Zadora, 2005, s. 44–45.

Całkowita wartość przedsiębiorstwa, oprócz przepływów pieniężnych z okresu prognozy oraz wartości rezydualnej wycenianego przedsiębiorstwa, powinna uwzględniać również wartość aktywów niezaangażowanych w działalność operacyjną. Aktywami nieoperacyjnymi w świetle założeń metody DCF są przede wszystkim aktywa finansowe (w szczególności papiery wartościowe). Całkowita wartość przedsiębiorstwa zgodnie z metodą DCF zostanie zatem ustalona na podstawie formuły

$V_{DCF} = \sum [FCF_i / (1 + r)^i] + RV / (1 + r)^i + PV_{NOA}$ (PV_{NOA} – wartość bieżąca nieoperacyjnych aktywów przedsiębiorstwa).

Zastosowanie metody DCF wymaga również określenia okresu prognozy przepływów pieniężnych. O długości okresu prognozy decyduje przede wszystkim długość okresu, w którym analityk jest w stanie rozsądnie oszacować przepływy pieniężne, oraz specyfika wycenianego przedsiębiorstwa i jego aktualna sytuacja rynkowa. Niezależnie od sposobu, na podstawie którego określony zostanie okres prognozy, cechować się on będzie dużym stopniem subiektywizmu. Niemniej istotne jest przeprowadzenie analizy fundamentalnej uzasadniającej dokonany wybór. Zob. szerzej: Zarzecki, 1999, s. 141).

Pomimo wielu wątpliwości, jakie powstają przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa na podstawie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, ta metoda uznawana jest w literaturze przedmiotu za jedną z najbardziej właściwych. Świadczą o tym następujące argumenty. Po pierwsze, metoda DCF nawiązuje bezpośrednio do istoty wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa. Po drugie, inne metody wyceny nie są bardziej dokładne od metody DCF. Po trzecie, metoda DCF uwzględniając szereg scenariuszy rozwojowych odzwierciedla rzeczywisty mechanizm rozważań prowadzonych przez inwestora. Por.: Michalski, 2001, s. 64.

¹¹ Należy zaakcentować, że jak wskazuje J. M. Stern, 2000, s. IX, „ekonomiczna wartość dodana jako miara wyników przedsiębiorstwa należała do zestawu narzędzi ekonomisty przez ponad 200 lat”. Geneza tej koncepcji tkwi bowiem w pracach R. Hamiltona, który pod koniec XVIII w. zajmował się zyskiem rezydualnym. Prace R. Hamiltona były następnie kontynuowane przez A. Marschalla, który pod koniec XIX w. jako pierwszy przedstawił konieczność uwzględ-

Koncepcja *EVA* jest wykorzystywana przede wszystkim¹² na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*VBM* – ang. Value Based Management). Zastosowanie *EVA* w koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa wymaga pomiaru wartości tego miernika, którego wyjściowa formuła opisywana jest równaniem

$$EVA = ROIC \cdot IC - WACC \cdot IC$$

gdzie:

ROIC – zwrot z zainwestowanego kapitału (ang. Return on Invested Capital),
WACC – średnioważony koszt kapitału (ang. Weight Average Cost of Capital),
IC – kapitał zainwestowany (ang. Invested Capital¹³).

Zgodnie z powyższą formułą *EVA* przyjmuje wartości dodatnie jedynie wtedy, gdy występuje dodatnia różnica między uzyskaną przez przedsiębiorstwo stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału, a minimalną stopą zwrotu oczekiwaną¹⁴ przez

niania w rachunku zyskowności kosztu utraconych możliwości inwestycyjnych, określanego jako koszt alternatywny. Por.: Scarlett, 1997, s. 12; G. C. Biddle, R. M. Bowen i J. S. Wallace, 1997, s. 306. wskazują, że „*EVA* jest zastrzeżoną przez Stern Stewart wersją RI”, czyli zysku rezydualnego (RI – ang. Residual Income). Zob. również: (Biddle, Bowen, Wallace, 1999).

Podobne stanowisko zajmuje P. Ducker, 1998, s. 14, który uważa, że „ekonomiczna wartość dodana opiera się na zasadzie, którą znaliśmy od dawna: to co nazywamy zyskiem – środki pieniężne, które pozostają na obsłudze kapitału własnego nie są zazwyczaj żadnym zyskiem. Dopóki przedsiębiorstwo nie zarobi kwoty przewyższającej jej koszt kapitału, dopóty ponosi stratę [...] Nie dodaje bogactwa, ale je niszczy”. Autor ten wskazał również, że „biznes, który nie wykazuje zysku na poziomie nie mniejszym od kosztu kapitału jest «nieodpowiedzialny», niszczy zasoby społeczeństwa” (Ducker, 1992, s. 99).

¹² *EVA* może być wykorzystywana również do oceny pojedynczych projektów inwestycyjnych. Przyjmując dodatkowe założenia, można bowiem wskazać, że maksymalizacja *EVA* jest równoznaczna z maksymalizacją *NPV* (ang. Net Present Value), czyli wartości bieżącej netto. Por.: Szczepankowski, 2007, s. 151. Firma Stern Stewart sugeruje nawet, żeby systemy motywacyjne powiązać z pomiarem *EVA*, co doprowadziłoby do zbieżności interesów menedżerów i akcjonariuszy, por.: J. Albert, Landry, 2003, s. 33.

Należy jednak zaakcentować, że pomimo faktu, iż Stern Stewart podkreśla zależność pomiędzy maksymalizacją *EVA* a kreowaniem wartości dla akcjonariuszy, możliwe jest tworzenie wartości dla akcjonariuszy nawet wówczas, gdy *EVA* przedsiębiorstwa jest ujemna bądź maleje z roku na rok. J. A. Knight (1998, s. 39) dodaje, iż „obecny poziom rentowności przedsiębiorstwa nie ma nic wspólnego z kreacją wartości (...) Fakt, że spółka jest wysoce rentowna, nie gwarantuje kreacji wartości dla inwestorów”.

¹³ Zainwestowany kapitał jest w większości opracowań poświęconych *VBM* definiowany jako aktywa zaangażowane w kontynuowaną działalność operacyjną bądź jako zobowiązania i kapitał własny pomniejszone o kapitał nieoperacyjny. Zobowiązania niegenerujące odsetek (np. zobowiązania z tytułu dostaw i usług) są zazwyczaj odejmowane, ponieważ nie wymagają zwrotu, por.: Biddle, Bowen, Wallace, 1999.

¹⁴ E. Olsen (2002, s. 16) zauważa jednak, że inwestorów „mniej interesuje to, czy stopa zwrotu z posiadanych przez spółkę aktywów jest wyższa od stopy kosztu kapitału, niż zdolność spółki do zwiększania tej stopy zwrotu ponad jej obecny lub oczekiwany poziom”.

inwestorów¹⁵. Odjemnik zastosowany we wskazanej formule ($WACC \cdot IC$) określa bowiem całkowity koszt kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwie, niezależnie od źródła pochodzenia tego kapitału. W praktyce, ze względu na potrzeby obliczania *EVA*, powyższe równanie podlega transformacji na równanie

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu (ang. Net Operating Profit After Taxes).

Zastosowana kategoria *NOPAT* stanowi podstawowe źródło problemów związanych z obliczaniem *EVA*. *NOPAT* stanowi bowiem zysk operacyjny, na którego wysokość nie ma wpływu sposób finansowania działalności przedsiębiorstwa, ponieważ jest to zysk po odjęciu amortyzacji, ale uwzględniający podatek dochodowy. Należy podkreślić, że podatek uwzględniony w *NOPAT* nie jest podatkiem, jaki przedsiębiorstwo płaci w rzeczywistości, tylko jaki zostałby zapłacony, gdyby przedsiębiorstwo nie korzystało z kapitału obcego¹⁶. W praktyce *NOPAT* ustalany jest zatem na podstawie równania:

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - t),$$

gdzie:

EBIT – zysk operacyjny (ang. EBIT – Earnings Before Interest and Taxes – zysk przed odsetkami i opodatkowaniem)

t – stopa podatku dochodowego

W warunkach polskich pewne problemy sprawia sposób określania *EBIT*¹⁷. W wielu opracowaniach *EBIT* zrównywany jest bowiem z pozycją rachunku zysków i strat – „zysk/strata z działalności operacyjnej”, co nie odpowiada w pełni faktycznemu *EBIT*, który jest kategorią ustalaną według US GAAP¹⁸.

Drugim sposobem ustalania *NOPAT* jest korygowanie wyniku finansowego ustalonego zgodnie z zasadami rachunkowości o pozycje niezwiązane z działal-

¹⁵ Różnica *ROIC* – *WACC* określana jest mianem „różnicy ekonomicznej” lub „nadwyżki ekonomicznej”, por.: Cwynar, Cwynar, 2002, s. 86.

¹⁶ Zob. szerzej: Cwynar, Cwynar, 2007, s. 123–125.

¹⁷ Sposób ustalania *EBIT* ma swoje dalsze konsekwencje w odniesieniu do obliczania zainwestowanego kapitału, czyli konieczne jest „przeprowadzenie swoistego testu zgodności licznika i mianownika *ROIC*, jako jednego z wyznaczników *EVA*” Cwynar, Cwynar, 2007, s. 124. Jeżeli bowiem *EBIT* zostanie zrównany z wynikiem na działalności operacyjnej, wówczas w kapitale zainwestowanym nie należy uwzględniać środków, które są zainwestowane w aktywach generujących przychody finansowe (np. lokaty bankowe, papiery wartościowe itp.).

¹⁸ US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles – ogólnie akceptowane zasady rachunkowości Stanów Zjednoczonych).

nością operacyjną¹⁹. W literaturze przedmiotu wyróżnić można wiele różnych podejść, według których wskazywana jest różna liczba niezbędnych korekt²⁰.

Dla potrzeb koncepcji VBM ekonomiczna wartość dodana (*EVA*) jest stosowana komplementarnie z rynkową wartością dodaną (*MVA* – ang. Market Value Added). *EVA* jest miarą dotyczącą jednego okresu. Wartość rynkową przedsiębiorstwa (*MVA*) można natomiast obliczyć poprzez dodanie do wartości zainwestowanego kapitału zdyskontowanych wszystkich *EVA* oczekiwanych w przyszłości. Zależność między *EVA* a *MVA* obrazuje formuła:

$$MVA = \sum [EVA_t / (1 + WACC_t)^t]^{21}.$$

Rynkowa wartość dodana może zostać określona również jako różnica między rynkową wartością przedsiębiorstwa a zainwestowanym w przedsiębiorstwie kapitałem. G. B. Stewart III (1991, s. 153) wskazuje z kolei, iż *MVA* „przedstawia ukształtowaną w danym momencie na rynku akcji NPV wszystkich inwestycji spółki – zarówno tych podjętych, jak i tych oczekiwanych w przyszłości”²².

Popularność, jaką zyskała *EVA* spowodowała rozwój²³ wielu innych konkurencyjnych wskaźników²⁴. W literaturze finansowej rozwój ten został określony

¹⁹ Podstawowe korekty obejmują: nakłady na badania i rozwój oraz wydatki na cele marketingowe, koszty poniesione w związku z umowami leasingu operacyjnego, podatek odroczony, *goodwill*, odpisy aktualizujące należności, rezerwy, wycenę zapasów metodą LIFO, środki trwałe w budowie oraz zdarzenia nadzwyczajne.

²⁰ Warto wskazać, że Stern Stewart wyznaczyła „ponad 160 [dokładnie 164 – przyp. aut. PC] potencjalnych poprawek do ogólnie przyjętych zasad rachunkowości i wewnętrznych metod księgowych, z których każda może polepszyć miarę zysków operacyjnych i kapitału” (Ehrbar, 2000, s. 134). Każda kolejna korekta prowadzi jednak do uzyskania innej wielkości *EVA*. Porównanie dwóch przedsiębiorstw na podstawie *EVA* jest zatem możliwe jedynie wówczas, gdy zastosowane zostaną takie same korekty. Dlatego najprostszym rozwiązaniem wydaje się posługiwanie podstawowym poziomem NOPAT ustalany na poziomie wyniku operacyjnego z uwzględnieniem tarczy podatkowej, por.: Biddle, Bowen, Wallace, 1997.

²¹ Formuła obliczania *MVA*, *EVA* oraz *NOPAT* zostały szerzej opisane przez autora tego rozdziału w: Czajor, 2008, s. 169–172.

²² A. Cwynar i W. Cwynar, 2007, s. 122 zauważają natomiast, iż „*MVA* to po prostu przeniesienie rachunku *NPV* z poziomu pojedynczego przedsięwzięcia biznesowego na poziom całego przedsiębiorstwa. Zasadnicza różnica pomiędzy *MVA* oraz *NPV* polega na tym, że *NPV* szacuje się przed zainwestowaniem kapitału i z reguły dla pojedynczej inwestycji. Tymczasem w momencie szacowania *MVA* spółki pewna część kapitału, którego rachunek dotyczy, to kapitał już zainwestowany w przeszłości”.

²³ Należy podkreślić, że również wskaźnik *EVA* podlegał ewolucji. W literaturze przedmiotu są prezentowane różne modyfikacje *EVA*, których celem jest usunięcie „niedoskonałości” bądź „znieskształceń” powstających przy stosowaniu tego wskaźnika. Wśród najczęściej opisywanych modyfikacji *EVA* wymienić można: AEVA (ang. Adjusted Economic Value Added) – „poprawiona” *EVA* oraz REVA (ang. Refined Economic Value Added) – „udoskonalona” *EVA*. Na temat

jako „wojna wskaźników”. Do wskaźników konkurujących z *EVA*²⁵ zalicza się przede wszystkim:

- *CFROI* (ang. Cash Flow Return on Investment) – gotówkowy zwrot z inwestycji, opracowany przez HOLT Value Association,
- *SVA*²⁶ (ang. Shareholders Value Added) – wartość dodana dla akcjonariuszy²⁷, opracowany przez A. Rappaporta, a stosowany głównie przez LEK/Alcar Consulting Group,
- *EP* (ang. Economic Profits) – zdyskontowane zyski ekonomiczne, opracowany przez Marakon Associates.

Pośród wymienionych powyżej wskaźników, największą popularność zyskał *CFROI*. Należy jednak podkreślić, że wymienione wskaźniki stanowią alternatywne²⁸ metody określania wartości²⁹ przede wszystkim dlatego, że Stern Stewart & Co. zastrzegły wskaźnik *EVA*. Należy jednak zaznaczyć, jak wskazuje

zmodyfikowanych *EVA* zobacz szerzej: (de Villiers, 1997); (Bacidore, Boquist, Milbourn, Thakor, 1997).

²⁴ Do innych wskaźników pomiaru wartości przedsiębiorstwa wyróżnianych w literaturze przedmiotu zalicza się między innymi: *CSV* (ang. Created Shareholder Value) – wartość „wykreowana” dla akcjonariuszy, zaproponowany przez P. Fernandez; *TSR* (ang. Total Shareholder Return) – całkowity zwrot dla akcjonariuszy, opracowany przez HOLT Value Associates przy współpracy z Boston Consulting Group, a następnie stosowany w ramach koncepcji opracowanej przez LEK/Alcar Consulting Group; *CVA* (ang. Cash Value Added) – gotówkowa wartość dodana, opracowany przez F. Weissenriedera i E. Ottossona i zastrzeżony przez szwedzką firmę konsultingową FWC AB. Zob. szerzej: Fernandez, 2001; Bacidore, Boquist, Milbourn, Thakor, 1997; Weissenrieder, Ottosson, 1996; Weissenrieder, 1997.

²⁵ Szerzej na temat wskaźników konkurujących z *EVA* zobacz: Myers, 1996. W literaturze przedmiotu wskazywane są również metodologie pomiaru wartości przedsiębiorstwa stosowane przez McKinsey & Co oraz PriceWaterhouseCoopers. Por.: *Inside the Mind...*, 2000.

²⁶ Wartość dodana dla akcjonariuszy (*SVA*) została zaproponowana po raz pierwszy przez A. Rappaporta (1999, s. 57), według którego *SVA* dotyczy zmiany wartości w prognozowanym okresie.

²⁷ T. Dudy cz (2005, s. 204–209) uważa, że A. Rappaport „niefortunnie” określił wskaźnik *SVA* jako „wartość dodaną dla akcjonariuszy”, ponieważ opisuje on przyrost wartości przedsiębiorstwa.

²⁸ R. Myers (1996, s. 43) podkreśla, że „podobieństwa między *EVA*, *CFROI* a innymi nowymi miernikami są co najmniej tak duże jak różnice. W rzeczywistości, sedno tkwi w stwierdzeniu, że przedsiębiorstwa powinny patrzeć nie na zyski w sprawozdaniach księgowych [...] ale na to, czy zwrot, jaki uzyskuje przedsiębiorstwo z zainwestowanego kapitału przewyższa koszt tego kapitału”.

²⁹ *CFROI* odzwierciedla stopę zwrotu wszystkich inwestycji dokonywanych w przedsiębiorstwie. Według HOLT Value Associates wartość przedsiębiorstwa jest tworzona wówczas, gdy prognozowane *CFROI* jest wyższe od przeciętnego zwrotu rynkowego. Przedsiębiorstwa o *CFROI* wyższym od kosztu kapitału są wyceniane przez rynek powyżej ich wartości księgowej. Dlatego w literaturze przedmiotu wskaźnik *CFROI* jest często porównywany z wskaźnikiem *Q* Tobina, który określa stosunek wartości rynkowej aktywów rzeczowych do kosztu odtworzeniowego tych aktywów, mierzonego bieżącymi jednostkami pieniężnymi. Zatem przedsiębiorstwa, dla których *CFROI* jest wyższe od kosztu kapitału będą posiadały wskaźnik *Q* Tobina wyższy od jedności, por.: Dudy cz, 2005, s. 182–184; Black, Wright, Bachman, 2000, s. 68–70).

R. B. Myers (1996, s. 42), że „w rzeczywistości *EVA*, *CFROI* i wszystkie inne [miary – przyp. aut. PC] są oparte na podstawie ekonomicznej, która 20 lat temu była określana jako dochód rezydualny”. Uwzględniając popularność *EVA* i *MVA* oraz zbliżony sposób ustalania innych wskaźników wykorzystywanych do pomiaru wartości przedsiębiorstwa (opartych, jak wskazano wcześniej, głównie na koncepcji dochodu rezydualnego), w dalszej części artykułu uwaga zostanie skoncentrowana na wpływie zasad rachunkowości zabezpieczeń na wartość przedsiębiorstwa mierzoną na podstawie *EVA* i *MVA*.

3. Nośniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa

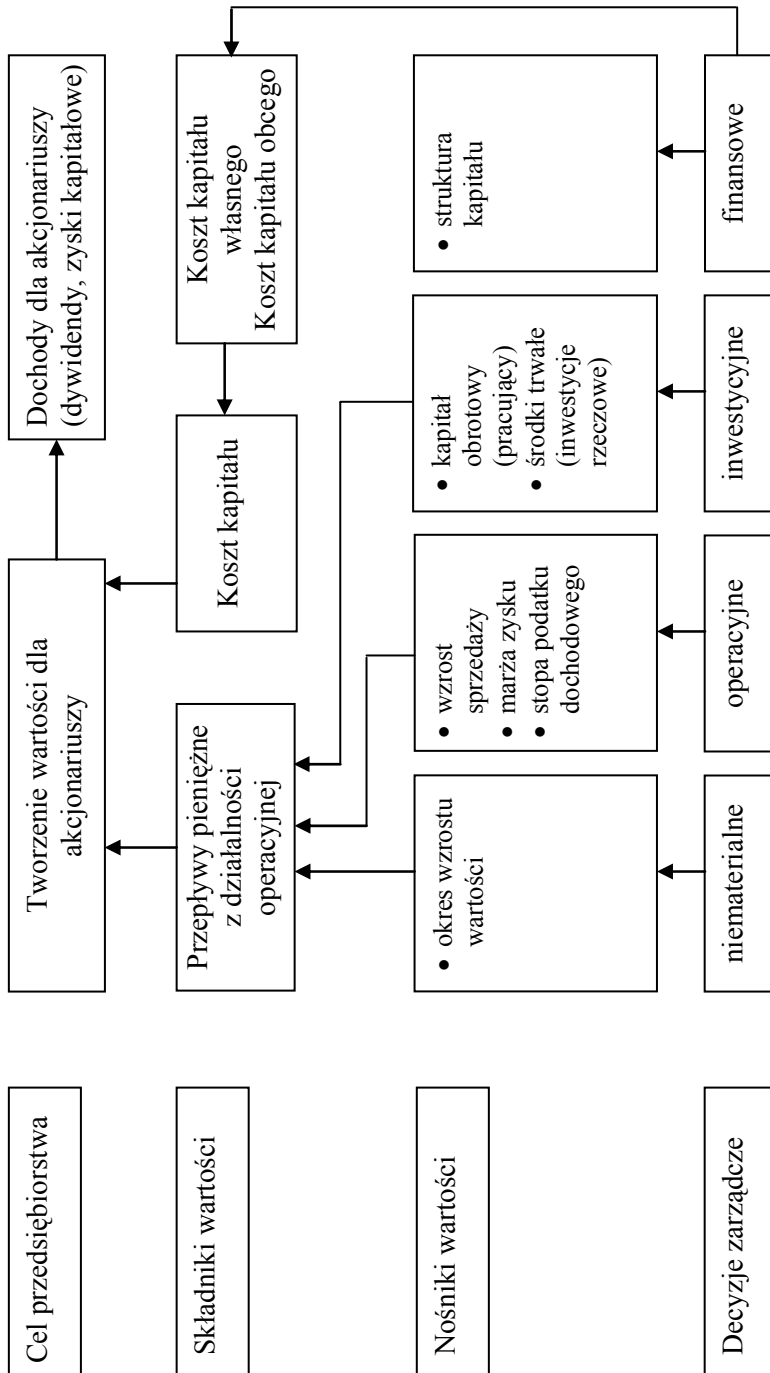
W odniesieniu do realizacji procesu tworzenia wartości przedsiębiorstwa istotne jest określenie sposobów pozwalających na maksymalizację tej wartości. Uwzględniając prezentowaną wcześniej formułę obliczania *MVA*, maksymalizacja rynkowej wartości dodanej wymaga maksymalizacji *EVA* bądź obniżania *WACC*. Należy zatem poddać analizie czynniki, które determinują ekonomiczną wartość dodaną oraz średnioważony koszt kapitału i określić, czy stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń ma wpływ na te czynniki.

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy A. Rappaport przedstawił jako „sieć” powiązań głównego celu działalności przedsiębiorstwa z podstawowymi czynnikami kształtującymi wartość przedsiębiorstwa. Schemat opracowany przez A. Rappaporta został przedstawiony na rys. 1.

Wartość przedsiębiorstwa, określona na podstawie wymienionych wcześniej wskaźników, jest maksymalizowana wówczas, gdy maksymalizowane są tzw. wolne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (*FCF*) lub zysk operacyjny uwzględniający opodatkowanie (*NOPAT*). Problem zwiększania wartości przedsiębiorstwa sprowadza się zatem do zwiększania poziomu *FCF* lub *NOPAT* w długim okresie.

Koszt kapitału jako jedyny ze wskazanych na rys. 1 składników wartości nie ma wpływu na wielkość generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów z działalności operacyjnej ani na poziom zysku operacyjnego. Determinuje on jednak wartość przedsiębiorstwa stanowiąc o stopie dyskontowej, służącej do ustalenia wartości bieżącej³⁰ *FCF* bądź *NOPAT*. Pozostałe nośniki wartości mają bezpośredni wpływ na operacyjne przepływy pieniężne oraz zysk operacyjny. Zgodnie z celem niniejszego artykułu należy natomiast określić, czy stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń ma bezpośredni bądź pośredni wpływ na poziom *FCF* lub *NOPAT*.

³⁰ Obniżenie kosztu kapitału spowoduje zatem wzrost wartości przedsiębiorstwa, natomiast podwyższenie kosztu kapitału będzie miało skutek przeciwny.



Rys. 1. Cele przedsiębiorstwa a nośniki wartości

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rappaport, 1999, s. 65; Statements on Management Accounting, 1997.

4. Wpływ transakcji zabezpieczających na wartość przedsiębiorstwa

4.1. Ekonomiczna istota zabezpieczenia a zasady rachunkowości zabezpieczeń

Zabezpieczenie w świetle regulacji rachunkowości (zarówno MSR 39³¹, jak i polskiego rozporządzenia o instrumentach finansowych³²) oznacza zawarcie kontraktu, którego zmiany wartości kompensują zmiany wartości pozycji zabezpieczanej lub przepływów pieniężnych związanych z pozycją zabezpieczaną. Z ekonomicznego punktu widzenia zawieranie transakcji zabezpieczających ma na celu stabilizowanie sytuacji finansowej (określanej poprzez wynik finansowy oraz stan środków pieniężnych) przedsiębiorstwa w długim okresie. Jeżeli wartość zabezpieczanej pozycji ulegnie zmniejszeniu, co w rezultacie będzie miało wpływ na zmniejszenie wyniku finansowego lub obniżenie generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, skutecznie wyznaczony instrument zabezpieczający³³ powinien zwiększyć swoją wartość i skompensować niekorzystny wpływ pozycji zabezpieczanej na wynik finansowy lub przepływy pieniężne. Jednocześnie należy pamiętać, że celem zabezpieczenia nie jest generowanie dodatkowego zysku. Oznacza to, że jeśli zmiana wartości zabezpieczanej (lub zabezpieczanych przepływów) będzie korzystna, przedsiębiorstwo nie wygeneruje dodatkowego zysku, ponieważ zmiana wartości instrumentu zabezpieczającego będzie wówczas niekorzystna.

Należy zaakcentować, że skuteczne zabezpieczenie (takie, które niemal w całości kompensuje zmiany wartości pozycji zabezpieczanej) niekoniecznie zawsze zostanie uznane za zabezpieczenie w rozumieniu regulacji rachunkowości. Po pierwsze, nie istnieje obowiązek stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń. Po drugie, transakcja uznana za zabezpieczającą zgodnie z regulacjami rachunkowości musi spełniać wiele warunków.³⁴

³¹ MSR 39 „Instrumenty finansowe – ujmowanie i wycena”.

³² *Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 12. grudnia...*, (2001) w dalszej części artykułu określone jako „rozporządzenie o instrumentach finansowych”.

³³ Dla uproszczenia w artykule tym zostaje przyjęte założenie, że zabezpieczenie jest dokonywane za pomocą instrumentów pochodnych.

³⁴ MSR 39 (oraz rozporządzenie o instrumentach finansowych) wyróżnia szereg warunków, które jednostka musi spełnić w celu stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń. Przede wszystkim przed rozpoczęciem transakcji zabezpieczającej należy sporządzić dokumentację tej transakcji, w której opisane zostaną nie tylko charakterystyki pozycji zabezpieczanej i instrumentu zabezpieczającego, ale również cel i zasady zarządzania ryzykiem stosowane przez jednostkę, rodzaj zabezpieczanego ryzyka oraz sposób pomiaru efektywności zabezpieczenia. Należy również wykazać, że zawierana transakcja będzie się charakteryzować wysoką skutecznością w ograniczaniu ryzyka. Regulacje rachunkowości opisują również szczegółowo, jakie instrumenty mogą zostać wyznaczone na instrumenty zabezpieczające oraz jakie pozycje mogą być uznane za pozy-

Oznacza to, że jednostki mogą zawierać transakcje pochodne w celu zabezpieczenia się, natomiast nie będą ich wykazywać (z różnych powodów) zgodnie z zasadami rachunkowości zabezpieczeń. W takich przypadkach instrumenty pochodne zostaną zaklasyfikowane do kategorii instrumentów finansowych przeznaczonych do obrotu i wykazywane zgodnie z zasadami obowiązującymi dla tej kategorii. Zmiany wartości godziwej instrumentów pochodnych, nie będących instrumentami zabezpieczającymi w rozumieniu regulacji rachunkowości, wpływają na wynik finansowy przedsiębiorstwa w okresie, w którym wystąpiły. MSR 39 nie precyzuje, w jakiej kategorii rachunku zysków i strat należy wykazać te zmiany. Analiza raportów finansowych przedsiębiorstw z krajów anglosaskich, raportujących według MSR/MSSF lub US GAAP oraz literatury anglojęzycznej poświęconej tematyce instrumentów pochodnych pozwala natomiast na stwierdzenie, że zmiany wartości godziwej instrumentów pochodnych niewyznaczonych na instrumenty zabezpieczające zostaną wykazane w pozycji „pozostałe przychody/koszty”. Pozycja ta jest uwzględniana w poziomie *EBIT*, a tym samym ma wpływ na wartość przedsiębiorstwa mierzoną według *EVA* bądź *MVA*. Nie można natomiast jednoznacznie stwierdzić, czy wpływ ten jest pozytywny czy negatywny. W przypadku niekorzystnych zmian wartości godziwej pozycji zabezpieczanej (bądź przepływów pieniężnych) zmiana wartości godziwej instrumentu pochodnego będzie korzystnie wpływała na poziom *EVA*. Jeżeli natomiast zmiana wartości godziwej pozycji zabezpieczanej byłaby korzystna, wówczas zmiana wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego miałaby negatywny wpływ na poziom *EVA*.

W przypadku braku stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń, wpływ na wynik finansowy zmian wartości godziwych pozycji zabezpieczanej i instrumentu pochodnego może mieć miejsce w różnych okresach. Ponieważ *EVA* jest miarą jednookresową, należy podkreślić, że, w przypadku niestosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń do zawieranych transakcji pochodnych, *EVA* może wykazywać znaczne wahania z okresu na okres. Natomiast z punktu widzenia *MVA* wpływ ten będzie zrównoważony, natomiast może być albo pozytywny albo negatywny.

W przypadku stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń sposób ujmowania skutków wyceny instrumentu zabezpieczającego będzie uzależniony od rodzaju transakcji zabezpieczającej. MSR 39 wyróżnia bowiem trzy rodzaje transakcji zabezpieczających:

- zabezpieczenie wartości godziwej,
- zabezpieczenie przepływów pieniężnych oraz
- zabezpieczenie udziałów w aktywach netto jednostek zagranicznych, których działalność nie stanowi integralnej działalności jednostki.

cje zabezpieczane. Szerzej na temat warunków formalnych stosowania rachunkowości zabezpieczeń zob.: *IAS 39*..., § 72–84).

W pierwszym przypadku zmiany wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego powinny być ujmowane w tej samej pozycji wyniku finansowego, w której ujęte zostaną skutki zmian wartości godziwej pozycji zabezpieczanej. W dwóch kolejnych przypadkach zmiany wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego, które stanowią w 100% efektywne zabezpieczenie³⁵, podlegają „zatrzymaniu” w kapitale do czasu, aż zabezpieczane pozycje (przepływy pieniężne) będą miały wpływ na wynik finansowy. Wówczas skutki wyceny instrumentu zabezpieczającego zostaną przeklasyfikowane z kapitału na wynik finansowy. Należy również zaakcentować, że rezultatem transakcji zabezpieczającej może być nabycie określonego składnika aktywów bądź pasywów. W takich przypadkach jednostka może „zatrzymać” w kapitale skutki wyceny instrumentu zabezpieczającego i ujmować je w wyniku finansowym proporcjonalnie do wpływu na wynik finansowy zmian wartości nowo powstałego składnika³⁶.

Drugim rozwiązaniem (możliwym tylko w przypadku transakcji zabezpieczających nabycie niefinansowych składników aktywów lub pasywów) jest skorygowanie wartości początkowej składnika, którego nabycie (powstanie) podlegało zabezpieczeniu o skutki zmian wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego, które były wcześniej ujęte w kapitale.

Jeśli zabezpieczenie przyszłych przepływów pieniężnych lub udziałów w aktywach netto jednostek zagranicznych nie jest w 100% efektywne, wówczas ta część skutków zmian wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego, która nie spełnia warunku 100% efektywności, powinna zostać bezpośrednio ujęta w wyniku finansowym. MSR 39 ponownie nie wskazuje, jakie pozycje rachunku zysków i strat powinny być uwzględniane przy ujmowaniu skutków tego rodzaju transakcji zabezpieczających. Na podstawie analizy literatury anglojęzycznej poświęconej tematyce instrumentów pochodnych, można wskazać, że skutki wyceny instrumentów zabezpieczających zostaną ujęte w następujący sposób³⁷:

- efektywna część zabezpieczenia wysoce prawdopodobnej przyszłej transakcji sprzedaży – jako przychody ze sprzedaży,
- efektywna część zabezpieczenia wysoce prawdopodobnego przyszłego zobowiązania do zakupu zapasów (rozliczana jako zabezpieczenie wartości godziwej) – jako wartość sprzedanych zapasów (lub koszt wytworzenia sprzedanych produktów),

³⁵ Transakcja zabezpieczająca nie musi natomiast być w 100% efektywna, żeby możliwe było stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń. Poziom efektywności określony w MSR 39 (oraz w rozporządzeniu o instrumentach finansowych) wystarczający do stosowania rachunkowości zabezpieczeń wynosi 80–125%. Poziom efektywności wyrażony procentowo jest ustalany według metody *dolar-offset* jako stosunek zmian wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego do zmian wartości godziwej pozycji zabezpieczanej.

³⁶ Takie rozwiązanie musi być natomiast zastosowane bez opcji wyboru, jeśli transakcja zabezpieczająca dotyczyła nabycia składnika aktywów lub zobowiązań finansowych.

³⁷ Por.: R a m i e z, 2007, s. 27–28.

- efektywna część zabezpieczenia ryzyka stopy procentowej – jako przychody/koszty z tytułu odsetek,
- efektywna część zabezpieczenia ryzyka walutowego związanego z posiadanymi składnikami aktywów lub zobowiązań – jako zyski/straty z tytułu różnic kursowych,
- nieefektywna część zabezpieczeń – jako pozostałe przychody / koszty.

Wpływ na *EBIT* przedstawionych skutków stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń zgodnie z MSR 39 zostanie poddany analizie w dalszej części artykułu. Odnosząc się z kolei do rozporządzenia o instrumentach finansowych, należy wskazać, że wszelkie zmiany wartości godziwej instrumentów zabezpieczających (mające wpływ na wynik finansowy) powinny być wykazywane jako przychody/koszty finansowe. Przyjmując uproszczenie, że *EBIT* jest równy zyskowi/stracie z działalności operacyjnej, oznaczałoby to, że w warunkach polskich regulacji rachunkowości stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń (jak również wykorzystywanie instrumentów pochodnych w ogóle) nie ma bezpośredniego wpływu na ekonomiczną wartość dodaną oraz rynkową wartość dodaną, ustalane na podstawie przedstawionych wcześniej formuł.

Wykorzystywanie instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających, przy zachowaniu odpowiedniej kontroli nad zawieranymi transakcjami oraz ich monitorowaniu³⁸, powinno natomiast stabilizować sytuację finansową przedsiębiorstwa w długim okresie. Obniżone ryzyko wahań wyniku finansowego oraz poziomu przepływów pieniężnych powinno z kolei pozytywnie wpływać na wartość tworzoną dla akcjonariuszy.

4.2. Analiza wpływu transakcji zabezpieczających na nośniki wartości przedsiębiorstwa

W oparciu o zaproponowany przez A. Rappaporta schemat tworzenia, który został zaprezentowany na rys. 1, można zidentyfikować następujące nośniki wartości:

- okres wzrostu wartości,
- wzrost sprzedaży,
- marżę zysku,
- stopę podatku dochodowego,
- kapitał obrotowy,
- inwestycje rzeczowe,
- strukturę kapitału.

³⁸ Autor rozdziału nie uważa za zabezpieczenie zawieranie transakcji pochodnych w sposób, jaki miał miejsce w Polsce w roku 2008, kiedy wiele przedsiębiorstw zawarło bardzo niekorzystne umowy opcyjnie, a w rezultacie poniosło znaczne straty.

Dla potrzeb niniejszego artykułu należy odpowiedzieć na pytanie, czy stosowanie zabezpieczeń przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych ma (bądź może mieć) jakikolwiek wpływ na te nośniki wartości. W pierwszej kolejności uwaga zostanie skoncentrowana na ekonomicznej istocie zabezpieczenia, a następnie na wpływie, jaki wywiera na wartość przedsiębiorstwa, stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń.

Okres wzrostu wartości, który według A. Rappaporta ma wpływ na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, może być teoretycznie wydłużony dzięki stosowaniu zabezpieczeń. Ewentualne negatywne oddziaływanie czynników zewnętrznych na poziom przepływów pieniężnych zostanie bowiem skompensowane przepływami pieniężnymi z tytułu instrumentów zabezpieczających. Jednakże w przypadku korzystnej koniunktury na rynku i niezrealizowania się „negatywnego scenariusza”, przed którym przedsiębiorstwo się zabezpieczyło, zabezpieczenie spowoduje obniżenie przepływów pieniężnych netto. Pomijając możliwość wystąpienia anomalii rynkowych należy jednak uznać, że stosowanie instrumentów zabezpieczających powinno stabilizować poziom przepływów pieniężnych w długim okresie. Tym samym, w długim okresie stosowanie instrumentów zabezpieczających, powinno doprowadzić do wzrostu wartości.

Analogiczne wnioski wynikają z analizy wpływu instrumentów zabezpieczających na zysk przedsiębiorstwa (choćby niekoniecznie w odniesieniu do kategorii zysku operacyjnego). Stosowanie bądź nie instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających nie ma natomiast wpływu na marżę zysku. Wpływ taki będzie natomiast miał miejsce w przypadku stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń, co zostanie przedstawione w dalszej części artykułu.

Nominalna stopa podatku dochodowego jest niezależna od tego, czy przedsiębiorstwo wykorzystuje instrumenty pochodne. W zależności od regulacji prawa podatkowego instrumenty pochodne mogą mieć natomiast wpływ na poziom efektywnego opodatkowania. Na poziom efektywnego opodatkowania wpływa również struktura kapitału. Odsetki od obcych źródeł finansowania obniżają podstawę opodatkowania. Kapitał obcy (w postaci kredytów lub pożyczek) stanowi zatem dla przedsiębiorstwa korzyść w postaci pozytywnego efektu tarczy podatkowej. Niemniej jednak zbyt znaczny wzrost obcych źródeł finansowania może doprowadzić do pogorszenia płynności jednostki, obniżenia jej wiarygodności kredytowej, a w rezultacie do wzrostu kosztu obsługi długu, co ostatecznie negatywnie wpłynęłoby na wartość przedsiębiorstwa. Właściwe wykorzystanie instrumentów pochodnych powinno umożliwić stworzenie struktury kapitału optymalnej z perspektywy wartości przedsiębiorstwa.

Wykorzystanie instrumentów pochodnych jako zabezpieczenia wysokości kosztu odsetek od zaciągniętych kredytów i pożyczek może dodatkowo obniżyć koszt kapitału obcego, chociaż przychody z tytułu instrumentów pochodnych będą podlegać opodatkowaniu.

W odniesieniu do inwestycji rzeczowych sam fakt stosowania instrumentów pochodnych nie ma znaczenia z perspektywy tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Wykorzystanie instrumentów pochodnych może natomiast pośrednio umożliwić realizowanie takich inwestycji bądź obniżyć ich koszt lub ryzyko związane z tymi inwestycjami. Wpływ instrumentów pochodnych na kapitał obrotowy jest z kolei analogiczny jak w przypadku ich wpływu na poziom przepływów pieniężnych.

Z ekonomicznego punktu widzenia można pośrednio potwierdzić korzystny wpływ stosowania instrumentów pochodnych na wartość przedsiębiorstwa. W większości przypadków charakter tego wpływu będzie natomiast zależał od warunków zewnętrznych niezależnych od przedsiębiorstwa. W sytuacji wystąpienia zagrożeń, przed którymi przedsiębiorstwo starało się zabezpieczyć, instrumenty pochodne będą miały wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Natomiast w odwrotnym przypadku – mogą „skonsumować” wartość wytworzoną w ramach prowadzonej działalności operacyjnej. Uwzględniając stabilizację sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w rezultacie stosowania instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających, wpływ tych instrumentów na wartość przedsiębiorstwa w długim okresie powinien być korzystny.

4.3. Analiza wpływu zasad rachunkowości zabezpieczeń na pomiar wartości przedsiębiorstwa według koncepcji *EVA* i *MVA*

Stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń powoduje, jak wskazano wcześniej, że skutki zmian wartości godziwych pozycji zabezpieczanej oraz instrumentu zabezpieczającego są ujmowane w jednej pozycji rachunku zysków i strat. Jeśli określona pozycja rachunku zysków i strat jest uwzględniana przy ustalaniu *EBIT* (stanowiącego podstawę wyceny według metody *EVA*), wpływ stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń może być dwukierunkowy. W przypadku wystąpienia okoliczności, przed którymi przedsiębiorstwo się zabezpieczyło, stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń zniweluje niekorzystny wpływ pozycji zabezpieczanej na *EBIT*, a w rezultacie na wartość przedsiębiorstwa. W odwrotnej sytuacji zniwelowany zostanie potencjalny korzystny wpływ zmian wartości godziwej pozycji zabezpieczanej.

Jeżeli pozycja rachunku zysków i strat, w której powinny zostać ujęte skutki wyceny pozycji zabezpieczanej i instrumentu zabezpieczającego, nie jest uwzględniana przy ustalaniu *EBIT*, wówczas nie ma znaczenia, czy przedsiębiorstwo stosuje zasady rachunkowości zabezpieczeń. Taka sytuacja wystąpi w odniesieniu do transakcji zabezpieczających ryzyko stopy procentowej. Przychody i koszty z tytułu odsetek, jakie zostaną wówczas ujęte, nie będą bowiem uwzględniane przy ustalaniu *EBIT*. Jeśli nie byłyby stosowane zasady rachun-

kowości zabezpieczeń, zmiana wartości godziwej instrumentu pochodnego miałyby wpływ na EBIT, natomiast zmiana wartości godziwej pozycji zabezpieczającej (ale jedynie w kontekście ekonomicznym) nie zostałaby uwzględniona przy ustalaniu tego poziomu wyniku.

W przypadku stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń i zabezpieczaniu ryzyka stopy procentowej, wpływ wyceny instrumentu zabezpieczającego na EBIT będzie możliwy jedynie wtedy, gdy transakcja zabezpieczająca nie będzie efektywna w 100%. Skutki zmian wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego w części stanowiącej zabezpieczenie nieefektywne zostaną bowiem ujęte jako pozostałe przychody/koszty. Wpływ tej pozycji na *EBIT* będzie natomiast zależeć od kierunku zmiany wartości godziwej instrumentu pochodnego.

Nawiązując do koncepcji nośników wartości, należy zwrócić uwagę na możliwość wykorzystania zasad rachunkowości zabezpieczeń w celu stabilizacji poziomu marży realizowanej na sprzedaży. Taka możliwość występuje przede wszystkim w przedsiębiorstwach, których produkty (szeroko rozumiane) stanowią przedmiot obrotu na regulowanych rynkach towarowych. Tacy producenci nie mają bowiem wpływu na poziom ceny, która jest codziennie ustalana na rynku. Analogiczne uwarunkowania dotyczą przedsiębiorstw, które na giełdach towarowych nabywają surowce (bądź inne materiały lub towary) niezbędne z punktu widzenia prowadzonej przez siebie działalności. Zawieranie długoterminowych kontraktów z dostawcami/odbiorcami gwarantujących cenę kupna bądź sprzedaży zapasów również jest związane z ryzykiem niewłaściwego oszacowania przyszłej ceny. Ponadto, formuły cenowe wykorzystywane w tego typu umowach oparte są zazwyczaj na cenie rynkowej.

W celu ograniczenia ryzyka możliwe jest zawieranie terminowych transakcji pochodnych, które stabilizują poziom przepływów pieniężnych w długim okresie. Z punktu widzenia regulacji rachunkowości szczególnie korzystne będzie natomiast wykorzystanie zasad zabezpieczenia przepływów pieniężnych. Zmiany wartości godziwej zabezpieczających instrumentów pochodnych w momencie realizacji transakcji podstawowej (kupna bądź sprzedaży) zostaną bowiem odzwierciedlone w rachunku zysków i strat w pozycji „przychody ze sprzedaży” („sales”) bądź „wartość sprzedanych towarów”/„koszt wytworzenia sprzedanych produktów” („costs of goods sold”). Oznacza to, że zastosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń umożliwi stabilizację wyniku finansowego przedsiębiorstwa już na najwyższym poziomie marży („zysk/strata brutto ze sprzedaży” – „Gross profit on sales”³⁹). Możliwość oddziaływania na marżę poprzez stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń stanowi zatem możliwość korzystnego oddziaływania tych zasad na poziom wartości przedsiębiorstwa w długim okre-

³⁹ W sprawozdaniach finansowych spółek amerykańskich są wykorzystywane również określenia „gross profit” oraz „gross margin”.

sie. W krótkim okresie może natomiast wystąpić sytuacja niekorzystna, kiedy korzystne zmiany cen rynkowych zostaną skompensowane niekorzystnym wpływem zmian wartości instrumentów zabezpieczających.

W odniesieniu do wpływu stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń na średni ważony koszt kapitału (ang. *WACC*) można stwierdzić, że ewentualny wpływ może wystąpić jedynie w przypadku zabezpieczania przyszłych transakcji nabycia aktywów. Skutki wyceny instrumentów zabezpieczających mogą wówczas skorygować początkową wartość nabywanego aktywa. W przypadku niestosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń skutki wyceny instrumentów zabezpieczających zostałyby natomiast odniesione na wynik finansowy. Tym samym, ustalając *WACC* podwyższeniu uległby udział własnych źródeł finansowania, które teoretycznie są „droższe” od finansowania długiem, głównie ze względu na efekt tarczy podatkowej występujący w przypadku obcych źródeł finansowania. Oznaczałoby to obniżenie wartości przedsiębiorstwa ustalonej według metody *EVA* lub *MVA*. Możliwość korzystnego oddziaływania na poziom średniego ważonego kosztu kapitału poprzez kształtowanie optymalnej struktury kapitału przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych wynika natomiast, jak wskazano wcześniej, z istoty instrumentów pochodnych, a nie zasad rachunkowości zabezpieczeń.

5. Wnioski końcowe

Reasumując, stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń ma niemal taki sam wpływ na wartość przedsiębiorstwa, jak wykorzystywanie instrumentów pochodnych bez stosowania tych zasad. Istotna różnica wystąpi jedynie w przypadku przedsiębiorstw, które znaczną część sprzedaży bądź zakupów realizują w drodze transakcji giełdowych (zawieranych na giełdach towarowych). Stosowanie zasad rachunkowości zabezpieczeń nie zmieni co prawda poziomu przepływów pieniężnych w takich przedsiębiorstwach w porównaniu z przepływami pieniężnymi, jakie miałyby miejsce w sytuacji wykorzystywania instrumentów pochodnych, ale niewykazywania ich według zasad rachunkowości zabezpieczeń.

Różnica może wystąpić także w przypadku transakcji zabezpieczających ryzyko stopy procentowej, kiedy skutki wyceny pochodnego instrumentu zabezpieczającego nie będą miały wpływu na *EBIT*, o ile będzie to w 100% efektywne zabezpieczenie. Powyższe stwierdzenie sugeruje, że przy kalkulacji *EVA* w drodze korygowania *EBIT* należałoby wprowadzić korektę o skutki wyceny tego rodzaju instrumentów zabezpieczających.

Podkreślić trzeba, że nie jest możliwe jednoznaczne wskazanie pozytywnego bądź negatywnego wpływu stosowania instrumentów pochodnych na poziom *EVA*. Wpływ ten będzie bowiem uzależniony od wystąpienia bądź nie czynni-

ków ryzyka, przed którymi przedsiębiorstwo ustanowiło zabezpieczenie. Należy jednak pamiętać, że EVA jest miarą jednookresową, natomiast konsekwentne stosowanie instrumentów pochodnych powinno mieć korzystny wpływ na wartość przedsiębiorstwa w długim okresie (mierzoną według metody *MVA*). Wpływ ten będzie realizowany poprzez stabilizację przepływów pieniężnych oraz wyniku finansowego w długim okresie, wydłużenie okresu wzrostu wartości oraz tworzenie optymalnej struktury kapitału. Oznacza to, że możliwy korzystny wpływ instrumentów pochodnych na wartość przedsiębiorstwa wynika głównie z istoty instrumentów pochodnych, a nie ze stosowania zasad rachunkowości zabezpieczeń. Wpływ stosowania rachunkowości zabezpieczeń na wartość przedsiębiorstwa jest ograniczony do specyficznych sytuacji, które zostały wcześniej zaprezentowane.

Literatura

- Bacidore J. M., Boquist J. A., Milbourn T., Thakor A. V. (1997), *The Search for the Best Financial Performance Measure*, „Financial Analyst Journal”, **53**, 3,
- Biddle G. C., Bowen R. M., Wallace J. S. (1997), *Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values*, „Journal of Accounting & Economics”, **24**.
- Biddle G. C., Bowen R. M., Wallace J. S. (1999), *Evidence on EVA®*, „Journal of Applied Corporate Finance”, **12**, 2, Summer.
- Black A., Wright P., Bachman J. E. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J. (1998), *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
- Brohawn D. K. (1997), *Value-Based Management: A Framework for Equity and Efficiency in the Workplace*, Scarecrow Press and The ESOP Association, www.cesj.org.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons Inc, New York.
- Cwynar A., Cwynar W. (2002), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, FRRwP, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Czajor P. (2008), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a zarządzanie ryzykiem – sygnalizacja problemu*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, **98**, 48 (Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Rada Naukowa, Warszawa).
- Damodaran A. (1996), *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of any Assets*, John Wiley & Sons.
- Villiers J. de (1997), *The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation*, „Journal of Economics and Business”, **49**, 3.
- Drucker P. (1992), *The New Society of Organizations*, „Harvard Business Review”, September–October.
- Drucker P. (1998), *The Information Executives Truly Need to Know*, „Harvard Business Review on Measuring Corporate Performance”, Harvard Business School Press, Boston.

- Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Ehrbar A. (2000), *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.
- Fernandez P. (2001), *A Definition of Shareholder Value Creation*, April 26, www.ssrn.com.
- Herman A., Szablewski A. (1999), *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, [w:] A.Herman, A.Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- IAS 39: *Financial Instruments: Recognition and Measurement* (2008), IASB, Bound Volume, London.
- Inside the Mind of the CEO in Belgium* (2000), PriceWaterhouseCoopers (www.pwc.com).
- Jaki A. (2000), *Wycena przedsiębiorstwa – pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków.
- Jalbert T., Landry S. (2003), *Which Performance Measurement Is Best for Your Company?*, „Management Accounting Quarterly”, Spring, 4, 3.
- Kamela-Sowińska A. (2006), *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, WSHiR w Poznaniu, Poznań.
- Knight J. A. (1998), *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York.
- Maczyńska E. (2005), *Wycena przedsiębiorstw. Zasady, procedury, metody*, SKwP, Warszawa.
- Marshall A. (1890), *Principles of Economics. Vol. 1*, MacMillan, New York.
- Melich M. (2007), *Wycena wartości firmy*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek, (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Michalski M. (2001), *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicieli*, WIG-Press, Warszawa.
- Modigliani F., Miller M. H. (1958), *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, Vol. 48, No. 3, 1958
- Modigliani F., Miller M. H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, American Economic Review, 53, 3.
- Myers R. B. (1996), *The Metric Wars*, „CFO: The Magazine for Chief Financial Officers”, 12, October.
- New Perspectives on Value Creation – A Study of the Worlds Top Performers 2000* (2000), BCG Report.
- Olsen E. (2002), *VBM Strategies an Investor Can Love*, „Journal of Business Strategy” November/December.
- Ramirez J. (2007), *Accounting for derivatives. Advanced Hedging under IFRS*, John Wiley & Sons, Chichester (England).
- Rappaport A. (1979a), *Measuring company growth capacity during inflation*, „Harvard Business Review”, January–February.
- Rappaport A. (1979), *Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions*, Harvard Business Review, July–August.
- Rappaport A. (1981), *Selecting strategies that create shareholder value*, “Harvard Business Review”, May-June 1981.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value*, Free Press, New York
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych* (2001) (DzU, nr 149, poz. 1674, z późn. zm.
- Scarlett B., (1997), *Value Based Management*, CIMA Publishing, London.
- Measuring and Managing Shareholder Value Creation* (1997), Institute of Management Accountants, Montvale, NJ.
- Stern J. M. (2000), *Przedmowa*, [w:] A. Ehrbar, *EVA – Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.

- Stewart III G. B. (1991), *The Quest for Value. The EVA™ Managerial Guide*, HarperBusiness, New York.
- Szablewski A. (2004), *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 30–32.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Urbanek G. (2007), *Pomiar kapitału intelektualnego i aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo UŁ, Łódź.
- Walińska E., Urbanek P. (2004), *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa – miara tylko księgową czy nośnik wartości dla inwestora*, [w:] J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa.
- Weissenrieder F. (1997), *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?*, Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No. 1997:3, www.anelda.com.
- Weissenrieder F., Ottosson E. (1996), *CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance*, Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No. 1996:1, www.anelda.com.
- Zadora H. (2005), *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, SKwP, Warszawa.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa.

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

ISBN 978-83-7525-263-7