

Bartłomiej Nita

PRZYDATNOŚĆ EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ W ZARZĄDZANIU WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wstęp

Zasadniczy cel działalności przedsiębiorstwa jest współcześnie rozumiany jako dążenie do maksymalizacji jego wartości, a tym samym bogactwa jego właścicieli. Aby ten cel osiągnąć, w teorii i praktyce zarządzania wykształciło się podejście określane jako zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, nazywane również zarządzaniem opartym na wartości *VBM* (*value-based management*). Można je rozumieć jako proces, w ramach którego wszelkie działania i decyzje, na wszystkich szczeblach struktury organizacyjnej, są zorientowane na cel nadrzędny cel, którym jest systematyczne i ciągłe kreowanie wartości dodanej dla właścicieli.

Jednym z ważniejszych elementów występujących we wspomnianym procesie są mierniki kreowania wartości, które nie tylko spełniają funkcję monitorowania realizowanej w przedsiębiorstwie polityki tworzenia wartości – znajdują również zastosowanie w motywowaniu menedżerów do postępowania zgodnego z interesem właścicieli oraz mogą służyć ocenie ośrodków odpowiedzialności w przedsiębiorstwie. Do najbardziej rozpowszechnionych mierników kreowania wartości zalicza się ekonomiczną wartość dodaną.

Celem artykułu jest przedstawienie istoty ekonomicznej wartości dodanej wraz z krótką charakterystyką jej genezy oraz ukazanie na tym gruncie jej zalet i możliwości wykorzystania w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa, jak również prezentacja najczęstszych zarzutów kierowanych pod adresem tego miernika.

2. Geneza oraz istota ekonomicznej wartości dodanej

Przyjmuje się, że korzenie koncepcji ekonomicznej wartości dodanej *EVA* (*economic value added*) sięgają pomysłów sformułowanych przez Alfreda Marshalla w końcu XIX wieku. Niektórzy wywodzą ją jednak aż z dorobku Davida Ricardo (połowa XIX wieku), a nawet Roberta Hamiltona (koniec XVIII wieku)

[Biddle, Bowen, Wallace 1999]. To, o czym pisał A. Marschall i jego poprzednicy, zostało nazwane zyskiem rezydualnym RI (*residual income*). Idea zysku rezydualnego – jak podają J. L. Dodd i S. Chen [1996] – pojawiła się po raz pierwszy w literaturze dotyczącej rachunkowości na początku ubiegłego wieku, natomiast w literaturze dotyczącej rachunkowości zarządczej w latach sześćdziesiątych minionego stulecia.

Podstawowa różnica między zyskiem księgowym a zyskiem rezydualnym polega na tym, że obliczając zysk księgowy, uwzględnia się tylko koszt kapitału obcego, natomiast zysk rezydualny jest kategorią wynikową pozostającą po pokryciu zarówno kosztu kapitału obcego, jak i kosztu kapitału własnego. Zysk rezydualny był obliczany w praktyce gospodarczej, z różnymi modyfikacjami, przez wiele przedsiębiorstw już w latach dwudziestych XX wieku (np. General Motors, General Electric). W Europie zarówno fińscy akademicy, jak i praktycy na łamach prasy finansowej dyskutowali koncepcję zysku rezydualnego już we wczesnych latach siedemdziesiątych [Mäkeläinen].

Idea zysku rezydualnego została rozszerzona przez nowojorską firmę doradczą Stern Stewart & Co. Jej założyciele Joel Stern i G. Bennett Stewart III w końcu lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku zaproponowali modyfikację zysku rezydualnego i nazwali tę koncepcję ekonomiczną wartością dodaną EVA [Stewart III G.B. 1991].

Z dzisiejszej perspektywy można powiedzieć, że EVA wstrząsnęła światem finansów. Świadczą o tym chociażby liczne entuzjastyczne określenia w prasie ekonomicznej z początku lat dziewięćdziesiątych. Sztandarowym przykładem może tu być publikacja w „Fortune”, w której EVA została określona jako „prawdziwy klucz do tworzenia bogactwa”. Artykuł ten dostarczył szczegółowego opisu koncepcji tego wskaźnika, praktykę Stern Stewart & Co. oraz przykłady amerykańskich przedsiębiorstw, które z powodzeniem wdrożyły to rozwiązanie [Tully 1993].

Formuła określająca ekonomiczną wartość dodaną jest przedstawiona w następujący sposób:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC, \quad (1)$$

gdzie: EVA – ekonomiczna wartość dodana,

NOPAT – skorygowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (*net operating profit after tax*),

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

IC – skorygowany kapitał zainwestowany (*invested capital*).

Zysk ekonomiczny NOPAT można interpretować jako iloczyn kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa (IC) oraz stopy zwrotu z tegoż kapitału. Wówczas ekonomiczna wartość dodana może być określona wzorem:

$$EVA = ROIC \cdot IC - WACC \cdot IC, \quad (2)$$

gdzie *ROIC* (*return on invested capital*) oznacza stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, zdefiniowaną następująco:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} . \quad (3)$$

Zysk ekonomiczny wyrażony iloczynem (*ROIC*·*IC*) reprezentuje zysk faktycznie osiągnięty przez inwestorów. Natomiast wartość (*WACC*·*IC*) określa zysk oczekiwany przez dawców kapitału, czyli oznacza całkowity wyrażony w pieniądzu koszt kapitału zarówno obcego, jak i własnego. Ekonomiczna wartość dodana podaje zatem, ile naprawdę inwestorom pozostanie zysku po odjęciu pełnego kosztu. Innymi słowy – jak pisze A. Ehrbar [2000], jej propagator i wiceprezes Stern Stewart & Co – *EVA* to reszta pozostała po pokryciu wszystkich kosztów.

Aby dokonać kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej, należy określić zasady ustalania wartości zarówno kapitału zainwestowanego, jak i zysku operacyjnego *NOPAT*. Jeśli chodzi o kapitał zainwestowany, różni autorzy podają inne propozycje¹. Odwołując się do autorów koncepcji *EVA*, warto przytoczyć następującą definicję: „Kapitał zainwestowany to cała gotówka wprowadzona do przedsiębiorstwa przez inwestorów w całym okresie jego funkcjonowania i finansująca jego aktywa netto, bez względu na to, skąd pochodzi (środki własne, środki obce), jak również na to, jaki jest cel jej zaangażowania oraz jak środki te zostały sklasyfikowane w systemie księgowym przedsiębiorstwa” [Stewart 1991, s. 86]. Tak zdefiniowany kapitał zainwestowany składa się z dwóch części: kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego.

Oprocentowany kapitał obcy oznacza wszelkie środki finansowania nie pochodzące od właścicieli, inwestowane w celu uzyskania pewnego minimalnego zwrotu. Chodzi o to, że w obcych źródłach finansujących aktywa netto znajdują się środki nie mające charakteru kapitału wprowadzonego do przedsiębiorstwa z wymaganiem zapewnienia na nich pewnej minimalnej stopy zwrotu (są to zobowiązania bieżące nie obciążone odsetkami, np. zobowiązania wobec pracowników lub zobowiązania handlowe). W rachunku *EVA* należy zatem wyeliminować z kapitału zainwestowanego bezodsetkowe zobowiązania. Kapitał zainwestowany można obliczyć, stosując dwa podejścia:

- 1) podejście finansowe – jako sumę wartości kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego.
- 2) podejście operacyjne – pomniejszając aktywa spółki o nieodsetkowe zobowiązania bieżące.

NOPAT jako zysk operacyjny nie jest wrażliwy na decyzje w zakresie finansowania aktywów przedsiębiorstwa, reaguje wyłącznie na zmiany czynników czysto operacyjnych. „Netto” oznacza, że jest to zysk nie w rozumieniu „po opodatkowaniu”, ale „po odjęciu kosztów amortyzacji”. Wreszcie *NOPAT* jest zyskiem po

¹ Przegląd tych propozycji można odnaleźć m.in. w pracy T. Dudyc [2001, s. 186-188].

opodatkowaniu, należy bowiem uzyskać rezydualny, operacyjny zysk przedsiębiorstwa (pomniejszony o wszystkie obciążenia, w tym podatki). Podatek powinien być wyrażony w kwocie rzeczywiście zapłaconej. Podobnie jak kapitał zainwestowany *IC*, również *NOPAT* można obliczyć dzięki zastosowaniu podejścia operacyjnego i finansowego.

Zasadnicza różnica między zyskiem rezydualnym i ekonomiczną wartością dodaną sprowadza się do szeregu korekt, które muszą być przeprowadzone, aby sprowadzić informacje księgowe do poziomu środków pieniężnych. Autorzy koncepcji *EVA* zaproponowali aż 164 korekty zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz wartości kapitału zainwestowanego, których celem jest usunięcie „księgowych anomalii i wypaczeń” [Biddle, Bowen, Wallace 1999]. W praktyce ich liczba oczywiście zależy od specyfiki działalności przedsiębiorstwa i rozwiązań prawnych dotyczących rachunkowości w danym kraju. Należy jednak zauważyć, że istnieje zauważalna tendencja do ograniczania liczby korekt. Na przykład w koncernie Coca-Cola stosowano początkowo 15 korekt, obecnie ich liczbę zredukowano do kilku najważniejszych [Snaked, Michel, Leroy 1997].

Warto dokonać specyfikacji kilku najważniejszych korekt, które należy uwzględnić przy rachunku *EVA*. Korekty są dokonywane przez dodanie do księgowych wartości kapitału własnego i długu ich „ekwiwalentów”, a więc ekwiwalentów kapitału własnego i ekwiwalentów długu oraz uwzględnienie zmiany w

Tabela 1. Zestawienie najważniejszych korekt przy kalkulacji *EVA*

Kapitał własny	Zysk operacyjny po opodatkowaniu
+ kapitalizowane nakłady na działalność badawczo-rozwojową	+/- zmiana wartości wydatków w danym okresie
+ kapitalizowane wydatki na inne wartości niematerialne i prawne	+/- zmiana wartości wydatków w danym okresie
+ rezerwy LIFO na zagrożone należności lub w odniesieniu do zapasów	+/- zmiana rezerwy w ciągu danego okresu
+ rezerwy na odłożony podatek dochodowy	+/- zmiana rezerwy w ciągu danego okresu
+ skumulowane umorzenie wartości firmy	+/- umorzenie wartości firmy za dany okres
+ nie zarejestrowana wartość firmy	
+ skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych z lat ubiegłych	+/- zysk/strata nadzwyczajna w danym okresie
+ pozostałe rezerwy, np. związane z udzielonymi gwarancjami, skutkami toczącego się postępowania sądowego lub złymi długami	+/- zmiana rezerwy w ciągu okresu
Kapitał obcy	Zysk operacyjny po opodatkowaniu
+ suma zdyskontowanych w danym okresie przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego	+ płatność leasingowa za dany okres

Źródło: [Cwynar, Cwynar 2000, s. V].

wartości tych ekwiwalentów (wzrost/spadek) w kwocie zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Najistotniejsze korekty oraz ich wpływ na wielkości kapitału zainwestowanego *IC* i zysku operacyjnego *NOPAT* przedstawia tab. 1.

3. Zalety ekonomicznej wartości dodanej na tle zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Stosowanie ekonomicznej wartości dodanej wyzwała dyskusje oraz wzbudza kontrowersje zarówno wśród teoretyków, jak i w świecie praktyki gospodarczej. Poglądy na ten temat nie są zgodne i w związku z tym niezwykle trudno w sposób jednoznaczny wskazać zalety *EVA*. W polskiej literaturze naukowej odnajdujemy zestaw cech, które można uznać za zalety koncepcji ekonomicznej wartości dodanej [Cwynar, Cwynar, s. XIII-XIV]:

- wartości *EVA* są skorelowane z poziomem bogactwa dla właścicieli,
- uwzględnienie w rachunku *EVA* kosztu kapitału,
- stosowanie *EVA* sprawia, że menedżer myśli i postępuje jak inwestor,
- zarządzanie zorientowane na zwiększanie *EVA* oznacza zarządzanie za pomocą kategorii finansowej, na której wartość menedżerowie mają wpływ,
- *EVA* jest wysoko skorelowana z rozwojem cen akcji,
- stosowanie *EVA* zapewnia właściwą alokację kapitału na różnych poziomach działalności przedsiębiorstwa,
- istnieje możliwość stosowania jej w wielu dziedzinach działalności przedsiębiorstwa.

Bardzo często zwraca się uwagę na to, że ekonomiczna wartość dodana znajduje zastosowanie w konstruowaniu systemów motywacyjnych w przedsiębiorstwie. Programy motywacyjne powinny bowiem uwzględniać premie ustalane na podstawie wartości tych parametrów, na których rozwoju zależy przedsiębiorstwu, a pracownicy poprzez swoją pracę mają możliwość wpływu na ich wartość. Nie należy zatem opierać systemu motywacyjnego wyłącznie na wiązaniu interesów pracowników i właścicieli za pomocą cen akcji. Nie jest to rozwiązanie doskonałe, a ponadto nie nadaje się do stosowania w przedsiębiorstwach nie będących spółkami akcyjnymi. To właśnie ekonomiczna wartość dodana powinna zapewnić uzależnienie przyznawanych premii od rzeczywistych wyników zgodnych z koncepcją kreowania wartości. W tej sytuacji premię można określać jako procent wartości *EVA* z danego roku lub procent zmiany *EVA* w roku stanowiącym podstawę oceny. G. B. Stewart [1991, s. 247] proponuje m.in. następującą formułę:

$$\text{premia} = X \% \cdot EVA_t + Y \% \cdot (EVA_t - EVA_{t-1}), \quad (4)$$

gdzie: X – waga przypisana bezwzględnej wartości EVA_t ,

Y – waga przypisana zmianie wartości $(EVA_t - EVA_{t-1})$.

Oparcie systemu motywacyjnego na ekonomicznej wartości dodanej ma znaczną przewagę nad standardowymi programami motywacji. Typowy plan premii zakłada, że 80% docelowego wyniku zapewnia połowę docelowej premii odpowiadającej planowi, natomiast wynik wynoszący 120% wyniku docelowego zapewni premię w wysokości 150% premii docelowej. Powyżej 120% zrealizowanego wyniku nie występują już żadne zachęty motywacyjne, a z kolei wyniki poniżej 80% nie powodują negatywnych konsekwencji. Wyniki poza przedziałem 80-120% nie zachęcają zatem do podejmowania żadnych działań. Jeśli menedżer spodziewa się, że nie osiągnie wyniku stanowiącego 80% planu, może podejmować decyzje gorsze od możliwych. Jeśli zaś osiągnie wynik przekraczający 120% planu, nie będzie skutecznie zmotywowany do dążenia do rezultatów ponadprzeciętnych. Zupełnie inaczej wygląda sytuacja w przypadku planu premii opartego na ekonomicznej wartości dodanej, wówczas to bowiem menedżer postępuje jak maksymalizujący wartość swojego bogactwa inwestor. W systemie tym nie ma żadnych limitów odnośnie korzyści, co powoduje, że im wyższe wyniki osiąga menedżer, tym większą otrzymuje premię i odwrotnie [Young, O'Byrne 2001, s. 132-135].

Badanie przeprowadzone w 1997 r. przez J.S. Wallace'a [Mäkeläinen] dowiodło, że spółki wykorzystujące ekonomiczną wartość dodaną jako podstawę wynagradzania osiągnęły znacznie lepsze wyniki finansowe (głównie na rynku kapitałowym) w porównaniu z przedsiębiorstwami stosującymi mierniki księgowe. Badania te potwierdzają, że powiązanie systemu premiowania z wynikami jest oparte na tezie „osiągasz to, co mierzysz”.

Niewątpliwą zaletą koncepcji *EVA* jest to, że można udowodnić jej zgodność z kryterium *NPV*. Wartość *NPV* można obliczyć za pomocą wzoru:

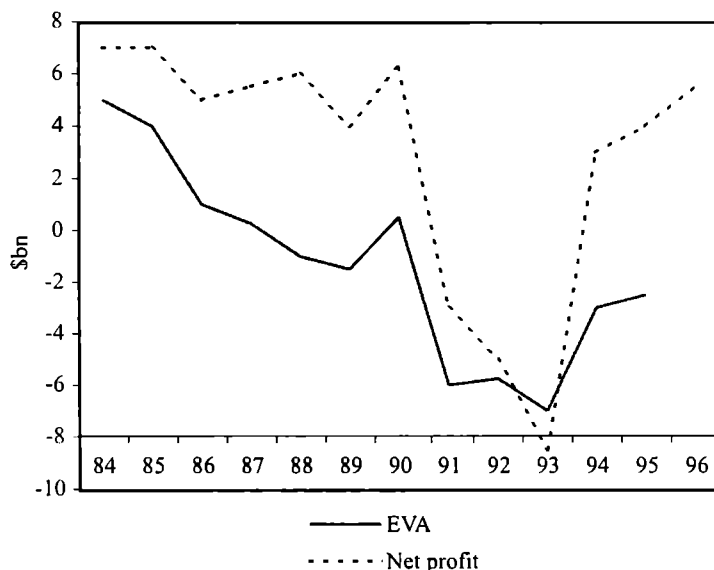
$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} - IC_{t-1}, \quad (5)$$

gdzie: FCF_t – wolne środki pieniężne z działalności operacyjnej w okresie t ,
 IC_{t-1} – kapitał zainwestowany w okresie $t-1$.

Ze wzoru (5) wynika, że wartość projektu jest równa sumie zaangażowanego kapitału i wartości zaktualizowanej przepływów z inwestycji. *NPV* jest większe od zera, gdy wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji *IRR* przewyższa koszt kapitału *WACC*. Gdy tak się stanie – powstaje dodatkowa wartość, bo inwestor osiąga stopę zwrotu wyższą niż stopa zwrotu z alternatywnej inwestycji o podobnym poziomie ryzyka. Opierając się na tym stwierdzeniu, można wyprowadzić zależność, z której wynika, że wartość bieżąca netto projektu jest równa sumie zaktualizowanych wartości *EVA* oczekiwanych w związku z jego prowadzeniem (por. [Damodaran]):

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}. \quad (6)$$

Stern Stewart & Co oraz inni konsultanci twierdzą, że *EVA* może być wykorzystywana w systemach wczesnego ostrzegania. Na przykład w przypadku przedsiębiorstwa IBM z wykresu kształtowania się wskaźnika *EVA* można odczytać, że jego wartość między 1984 a 1989 rokiem gwałtownie spadała (rys. 1). W roku 1988 stała się ona ujemna (w IBM występowała destrukcja wartości), mimo że zysk netto przedsiębiorstwa wzrósł [*Valuing Companies...* 1997, s. 58]. Obserwując te zmiany, można wysnuć wniosek, że zmiany ekonomicznej wartości dodanej wyprzedzają zmiany zysku netto w przedsiębiorstwie.



Rys. 1. Wykres ekonomicznej wartości dodanej i zysku netto przedsiębiorstwa IBM

Źródło: [*Valuing Companies...* 1997, s. 58].

4. Zarzuty kierowane pod adresem ekonomicznej wartości dodanej

Kiedy fala fascynacji ekonomiczną wartością dodaną opadła, zaczęło się pojawiać pod jej adresem wiele głosów krytycznych. Coraz częściej publikowano analizy oraz wyniki badań empirycznych, które podważały silny związek ekonomicznej wartości z kreowaniem wartości.

Prace J.L. Dodda i S. Chena (np. [2001]) wskazują, że pomimo iż rzeczywiście większe wartości *EVA* są związane z wyższymi cenami akcji na giełdzie, siła tej zależności odbiega daleko od oczekiwań propagatorów koncepcji tego miernika. W swoim artykule dość mocno krytykują oni związek *EVA* z kreowaniem wartości, twierdząc, że nie można go obiektywnie udowodnić. J.L. Dodd i S. Chen [2001] powołują się ponadto na rezultaty badań prowadzonych przez G.C. Biddle'a i in., którzy po przeprowadzeniu wielu badań i testów na próbie 6513 przedsiębiorstw

odrzucają twierdzenie głoszące, że wartość *EVA* jest skorelowana ze stopami zwrotu z akcji w wyższym stopniu aniżeli zysk księgowy lub operacyjne przepływy gotówki.

B.D. Clinton oraz S. Chen [1998] uważają, że przedsiębiorstwa powinny raczej rozważyć stosowanie względnie prostych mierników, opartych na nie skorygowanych wartościach zysku księgowego lub na rezydualnych przepływach pieniężnych *RCF* (*residual cash flow*) w zastępstwie ekonomicznej wartości dodanej.

Ponadto, jak podaje T. Copeland [2002], według analiz prowadzonych przez Monitor Corporate Finance, korelacja między ekonomiczną wartością dodaną i całkowitym zwrotem dla akcjonariuszy nie występuje. Jedynie zmiany oczekiwań rynku kapitałowego co do tego miernika są skorelowane ze zwrotem dla akcjonariuszy.

S. Paulo [2002] rozpatruje przydatność ekonomicznej wartości dodanej z punktu widzenia hipotezy rynku efektywnego EHM (*efficient market hypothesis*). W świecie rynków efektywnych, gdy aktywa znajdują się na linii rynku papierów wartościowych SML (*security market line*) lub na linii rynku kapitałowego CML (*capital market line*), rynkowe ceny aktywów odpowiadają wewnętrznej wartości aktywów i nie można mówić o mierniku takim jak *EVA*. Na linii SML i CML wartość bieżąca netto *NPV* z definicji wynosi zero oraz rzeczywista stopa zwrotu *RRR* (*real rate of return*) jest równa wewnętrznej stopie zwrotu *IRR* (*internal rate of return*) i w tym przypadku ekonomiczna wartość dodana musi wynosić zero. W związku z tym, że *EVA* mierzy różnicę między stopą *RRR* oraz stopą *IRR*, w świecie rynków efektywnych określa ona wartość, która z definicji nie istnieje (z wyjątkiem ewentualnych szumów statystycznych). Według S. Paulo, teoria konkurencji oraz arbitrażu dowodzi, że konsekwentne osiąganie ponadprzeciętnych korzyści jest niemożliwe. W związku z tym można obserwować określone poziomy wartości ekonomicznej wartości dodanej, ale mają one charakter losowy i statystycznie nieistotny. Przeciwnie rzecz biorąc, wartości dodatnie *EVA* powinny być zrównoważone wartościami ujemnymi. Uwzględniając przedstawiony sposób myślenia w obszarze logiki rynku efektywnego, *EVA* jest fikcją, głosi S. Paulo.

W polskiej literaturze naukowej również można odnaleźć długą listę zarzutów wobec ekonomicznej wartości dodanej. Najczęściej postulowane niedogodności związane z wykorzystaniem ekonomicznej wartości dodanej w zarządzaniu przedsiębiorstwem można przedstawić następująco:

- istnieją trudności w ustaleniu kosztu kapitału własnego (kłopoty z identyfikacją parametrów modelu CAPM, rozbieżność wyników różnych metod),
- szereg skomplikowanych korekt powoduje problemy w obliczaniu *EVA*,
- *EVA* nie zawsze jest miarodajna i nie może być jedynym kryterium (np. duże inwestycje mogą spowodować ujemną wartość *EVA*, gdyż wzrósł koszt kapitału, a zysk się jeszcze nie ujawnił),
- okresowe wartości *EVA* mogą być zniekształcone przez inflację,

- istnieją poważne trudności w znalezieniu korelacji pomiędzy wartością *EVA* a ceną rynkową akcji,
- *EVA* może być myląca w odniesieniu do przedsiębiorstw restrukturyzowanych (zmiany struktury finansowania sprzeczne z koncepcją WACC),
- *EVA* mimo wszystko jest miernikiem opartym na wielkościach księgowych, mimo że istotnie skorygowanych,
- obliczanie *EVA* zależy od samego przedsiębiorstwa (korekty), w przeciwieństwie do np. *ROE*, *ROA* [Cwynar, Cwynar 2000].

Ekonomiczną wartość dodaną można również porównywać z innymi miernikami kreowania wartości przedsiębiorstwa. Porównania takiego dokonują m. in. R.A. Morin oraz S.L. Jarrell [2001, s. 336-339]. Z przedstawionej analizy porównawczej można wysnuć wiele interesujących wniosków dotyczących samej ekonomicznej wartości dodanej. Według nich dokładność i ścisłość tego miernika jest niska, ponieważ jest to miara jednookresowa i nie oparta na przepływach pieniężnych. Decyzje podejmowane na podstawie *EVA* nie przyczyniają się do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa i nie uwzględniają elastyczności. W związku z tym, że ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem krótkookresowym, można nim łatwo manipulować i *EVA* nie reprezentuje dużej przydatności w kształtowaniu programów wynagradzania pracowników. R.A. Morin i S.L. Jarrell twierdzą ponadto, że ekonomiczna wartość dodana ma niewielki zakres stosowania. W związku z tym na etapach dynamicznego rozwoju przedsiębiorstwa nie powinna być aplikowana, ponieważ hamuje jego rozwój.

5. Podsumowanie

Ekonomiczna wartość dodana, jako modyfikacja znanej od dawna koncepcji dochodu rezydualnego, dokonała zmiany sposobu myślenia kadr menedżerskich w zakresie zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Pojawia się jednak pytanie, czy miernik ten rzeczywiście jest na tyle dobrą konstrukcją, że pozwala skutecznie monitorować postępy w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa, oceniać wyniki czy też wspomagać kształtowanie systemów motywacyjnych.

Poglądy wielu autorów w tym zakresie są często rozbieżne. Wiele publikacji propaguje bezkrytyczne stosowanie koncepcji *EVA*, ale istnieje również wiele opinii skrajnie odmiennych, które w zupełności odrzucają możliwości aplikacji tego miernika w praktyce. Wydaje się, że żadna z prezentowanych postaw nie może być w pełni zaakceptowana. Badania dotyczące ekonomicznej wartości dodanej powinny się przede wszystkim koncentrować na określeniu warunków, w jakich ten miernik może spełniać swoje funkcje. Warto w związku z tym ocenić przydatność stosowania ekonomicznej wartości dodanej zarówno w przekroju funkcji (pomiar wartości, systemy wynagradzania itd.), jak i w przekroju podmiotów, które potencjalnie mogą tę koncepcję zaadaptować (przedsiębiorstwa małe, spółki akcyjne itd.).

Literatura

- Biddle G.C., Bowen R.M., Wallace J.S., *Evidence on EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, vol. 12, nr. 2.
- Clinton B.D., Chen S., *Do New Performance Measures Measure Up?* „Management Accounting” 1998, październik.
- Copeland T., *Want to Create Value?* „Strategic Finance” 2002, marzec.
- Cwynar A., Cwynar W., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część I)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 3.
- Cwynar A., Cwynar W., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część II)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 4.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Damodaran A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, <http://stern.nyu.edu>.
- Dodd J.L., Chen S., *EVA: A New Panacea?* „Business and Economic Review” 1996, vol 42, nr 4.
- Dodd J.L., Chen S., *Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant?* „Journal of Managerial Issues” 2001, vol. XIII, nr 1.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2001.
- Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wig-Press, Warszawa 2000.
- Mäkeläinen E., *Economic Value Added as a Management Tool*, <http://www.evanomics.com>.
- Morin R.A., Jarrell S.L., *Driving Shareholder Value. Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*, McGraw – Hill, New York 2001.
- Paulo S., *Is EVA fiction?* „AFP Exchange” 2002, vol. 22, nr. 4.
- Snaked I., Michel A., Leroy P., *Creating Value Through EVA – Myth or Reality*, <http://www.strategy-business.com>, (1997).
- Stewart III G.B., *The Quest for Value. The EVA™. Management Guide*, Harper Business, New York 1991.
- Tully S., *The Real Key to Creating Wealth*, „Fortune” 1993, vol. 128, nr 6.
- Valuing Companies. A Star to Sail by?* „The Economist” 2 sierpnia 1997.
- Young S.D., O’Byrne S.F., *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York 2001.

USEFULNESS OF ECONOMIC VALUE ADDED IN VALUE-BASED MANAGEMENT

Summary

The paper presents the conception of Economic Value Added in the context of Value-Based Management. Some remarks concerning the historical sources of this metric are also described. The main emphasis is put on showing the advantages and disadvantages of using Economic Value Added in a corporate from the point of view of performance evaluation and its correlation with the total return to shareholders. Another issue addressed is EVA as the basis of an incentive compensation plan that encourages managers to think and act like owners. Some results of empirical research and analysis, where usefulness of Economic Value Added is considered to be questionable, are also quoted in the article.

Dr Bartłomiej Nita jest asystentem w Katedrze Rachunku Kosztów i Rachunkowości Zarządczej Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.