

# Alina Szewc-Rogalska

---

## Mierniki kreowania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 44, cz. 2, 293-305

---

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Alina Szewc-Rogalska<sup>1</sup>

## MIERNIKI KREOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA DLA AKCJONARIUSZY

### Wstęp

Zarządzanie ukierunkowane na podnoszenie wartości jest nową koncepcją zarządzania powstałą w kontekście rosnących wymagań właścicieli co do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, zwłaszcza wartości kapitału własnego. Coraz więcej spółek giełdowych w Polsce deklaruje, że nadrzędnym celem ich działalności jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy<sup>2</sup>. Rady nadzorcze polskich spółek akcyjnych są wybierane w przeważającej części swego składu lub nawet w całości przez dominujących akcjonariuszy, w związku z czym interes właścicieli jest dla większości przewodniczących tych rad interesem wiodącym<sup>3</sup>. Często interes ten jest utożsamiany z interesem akcjonariuszy dominujących, co może stwarzać zagrożenie dla pozycji inwestorów mniejszościowych<sup>4</sup>. Problematyka kreacji wartości nabiera szczególnego znaczenia w obliczu trwającego obecnie kryzysu finansowego w Polsce i na świecie, który niewątpliwie przyczynia się do osłabienia tempa wzrostu wartości bądź wręcz niszczenia wartości dla akcjonariuszy spółek giełdowych. Dynamiczny postęp w rozwoju technologii informacyjnych oraz konsolidacja rynków kapitałowych sprzyjają migracji wartości, czyli przepływowi kapitału do przedsiębiorstw, które bardziej efektywnie kreują wartość dla klienta i właściciela. Na odpływ wartości są narażone przedsiębiorstwa, które osiągają stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału niższą od kosztu tego kapitału<sup>5</sup>.

Pierwsze wdrożenia do polskich przedsiębiorstw zarządzania wartością (Value Based Management) i mierników opartych na wartości dodanej przypadają na koniec

<sup>1</sup> Dr. Wydział Ekonomii, Uniwersytet Rzeszowski.

<sup>2</sup> Do takich spółek należy zaliczyć m.in. spółkę Stalprodukt S.A. Por.: Z. Grzegorzewski, *Budowanie wartości firmy dla akcjonariuszy*, „CEO – Magazyn Top Menedżerów” 2007, nr 11. <http://www.ceo.cxo.pl>, 24.10.2008.

<sup>3</sup> J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w polskich spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] J. Jeżak (red.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 93–122.

<sup>4</sup> A. Szewc-Rogalska, *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 10, s. 49–60; A. Szewc-Rogalska, *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 311–327.

<sup>5</sup> W. Grudzewski, I. Hejduk, D. Siudak, *Migracja wartości przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2008, nr 10, s. 3–10.

XX wieku. Z badań przeprowadzonych w 2000 roku przez A. i W. Cwynarów<sup>6</sup> wynika, że menedżerowie 64% badanych spółek giełdowych nie traktowali własnego źródła finansowania jako darmowego i dokonywali kalkulacji kosztu kapitału własnego, najczęściej przy pomocy metody wyceny aktywów kapitałowych (CAPM).

Monitorowanie zmian wartości przedsiębiorstw wymaga posługiwania się nowoczesnymi miernikami oceny przedsiębiorstw, podkreślającymi znaczenie przepływów pieniężnych i alternatywnego kosztu kapitału własnego oraz uwzględniających perspektywę inwestora na rynku kapitałowym. Stąd też celem pracy jest próba przeglądu i krytycznej analizy mierników służących do pomiaru finansowych efektów systemu zarządzania zorientowanego na wzrost wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy.

## Rynkowe mierniki kreowania wartości dla akcjonariuszy

Jako miarę bogactwa akcjonariuszy przyjmuje się najczęściej całkowitą stopę zwrotu z akcji, osiąganą w określonym czasie. Całkowitą stopę zwrotu z akcji, czyli wysokość wskaźnika TSR, wyznaczają: zmiana rynkowej wartości akcji w ciągu roku oraz gotówka wypłacona w tym czasie akcjonariuszom (np. poprzez dywidendę).

$$TSR_t = \frac{P_{iEND} - P_{iBEG} + CASH_t}{P_{iBEG}} \times 100\%$$

gdzie:

$TSR_t$  – całkowita stopa zwrotu z akcji w okresie t (ang. Total Shareholder Return),

$P_{iBEG}$  – cena akcji spółki na początku roku t,

$P_{iEND}$  – cena akcji spółki na końcu roku t,

$CASH_t$  – gotówka wypłacona akcjonariuszom w roku t (w przeliczeniu na jedną akcję).

Kreacja wartości dla akcjonariuszy ma miejsce wtedy, gdy całkowita stopa zwrotu z akcji przewyższa minimalny wymagany przez nich poziom wynikający z ponoszonego ryzyka (nazywany stopą progową). Stopa progowa oznacza dla spółki stopę kosztu kapitału własnego. Dla akcjonariuszy oznacza ona oszacowany koszt utraconych możliwości (koszt alternatywny), związany z zainwestowaniem kapitału w spółkę.

Pojęcia: wzrost wartości dla akcjonariuszy i kreacja wartości dla akcjonariuszy nie są pojęciami tożsamymi<sup>8</sup>. Można to wyjaśnić na następującym przykładzie. Jeżeli na koniec roku wskaźnik TSR osiąga 10%, to oznacza, że wartość inwestycji w akcje – mierzona zmianą cen rynkowych akcji i wypłaconą gotówką – jest na końcu roku wyższa o 10% niż na początku. Inwestycja ta jest zatem zyskowna w konwencjonalnym ujęciu. Można wobec tego mówić o wzroście wartości dla akcjonariuszy. Natomiast ocena inwestycji czy powoduje ona kreację wartości dla akcjonariuszy, zależy od poziomu stopy progowej. Jeżeli wynosi ona np. 12%, to w omawianym przypadku jest ona wyższa od wskaźnika TSR, a zatem dana inwestycja – pomimo wzrostu wartości dla

<sup>6</sup> A. Cwynar, W. Cwynar, *Stopa zwrotu i koszt kapitału – najważniejsze aspekty zarządzania wartością dla akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 185–195.

<sup>7</sup> A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 16.

<sup>8</sup> Ibidem, s. 19.

akcjonariuszy – nie może być uznana za kreującą wartość dla akcjonariuszy. Mimo osiągnięcia tradycyjnie rozumianego zysku akcjonariusz ponosi stratę ekonomiczną, tzn. uwzględniającą koszt alternatywny. Na inwestycji w akcje zarabia on 10%, natomiast na innych inwestycjach o porównywalnym ryzyku może oczekiwać 12%. Różnicę między całkowitą stopą zwrotu z akcji TSR, a stopą progową nazywa się różnicową stopą zwrotu lub nadwyżkową stopą zwrotu (ang. Spread, Economic Spread itp.). Kreacja wartości dla akcjonariuszy oznacza więc osiągnięcie z inwestycji zysku ekonomicznego, czyli dodatniej nadwyżkowej stopy zwrotu.

Według A. i W. Cwynarów<sup>9</sup> konieczne jest rozróżnienie między kreacją wartości dla akcjonariuszy a kreacją wartości spółki. Kreacja wartości dla akcjonariuszy dotyczy kreowania wartości przez inwestycje akcjonariuszy w akcje spółki. Natomiast kreacja wartości spółki obejmuje wartość kreowaną przez inwestycje spółki w jej aktywa. Kreacja wartości dla akcjonariuszy ma miejsce wtedy, gdy osiągnięta przez nich całkowita stopa zwrotu z akcji przewyższa stopę progową, jaką jest stopa kosztu kapitału własnego. Kreacja wartości spółki polega natomiast na osiągnięciu takiej stopy zwrotu z kapitału będącego w dyspozycji spółki i zainwestowanego w jej aktywa, która jest wyższa od średniego ważonego kosztu kapitału.

Do podejmowania decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie, zwłaszcza ukierunkowanych na tworzenie wartości dla akcjonariuszy, konieczna jest znajomość poziomu kosztu kapitału własnego. Szacowanie kosztu kapitału własnego przy pomocy modelu CAPM napotyka pewne trudności z uwagi na występowanie wielu dyskusyjnych kwestii w zakresie kalkulowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka, współczynnika beta oraz rynkowej premii za ryzyko<sup>10</sup>.

Efektywność strategii kreowania wartości przez przedsiębiorstwo może być oceniana za pomocą mierników rynkowych, takich jak: omówiona poprzednio całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) oraz rynkowa wartość dodana. Rynkowa wartość dodana (MVA – ang. Market Value Added) jest absolutnym wskaźnikiem prezentującym nadwyżkę wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością zainwestowanego kapitału. Rynkowa wartość dodana jest ustalana zgodnie z formułą<sup>11</sup>:

$$MVA = MEV - IC$$

gdzie:

*MVA* – rynkowa wartość dodana,

*MEV* – rynkowa wartość przedsiębiorstwa,

*IC* – zainwestowany kapitał.

W przeciwieństwie do jednookresowego miernika ekonomicznej wartości dodanej, MVA jest skumulowaną kwotą, o jaką przedsiębiorstwo powiększyło (ew. zmniejszyło) swoją wartość w ostatnich kilku latach. MVA może być również miarą zewnętrznej oceny rezultatów pracy zarządu przez inwestorów i rynek kapitałowy.

<sup>9</sup> Ibidem, s. 29.

<sup>10</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 68; D. Zarzecki, *Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwo w procesie przemian otoczenia*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008, nr 1, s. 105–114; D. Zarzecki, K. Byrka-Kita, *Propozycja procedury szacowania kosztu kapitału własnego uwzględniającej specyfikę rynków wschodzących (część 1)*, „Biuletyn e-rachunkowość” 2005, nr 1, <http://www.e-rachunkowoosc.pl>, stan na 15.07.2008.

<sup>11</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007, s. 161.

W przypadku wyznaczania MVA należy zwrócić uwagę na właściwe rozumienie zainwestowanego kapitału IC, które powinno być ujmowane w ten sam sposób, jak w przypadku koncepcji ekonomicznej wartości dodanej.

Jeżeli założy się, że rynkowa wartość długu obciążanego odsetkami jest równa lub bardzo bliska jego wartości księgowej, to formuła obliczania MVA przyjmuje następującą postać:

$$MVA = MV - BV = (N \times P_s) - BV$$

gdzie:

$MV$  – rynkowa wartość kapitału własnego,

$BV$  – księgowa wartość kapitału własnego,

$N$  – liczba akcji wyemitowanych przez spółkę,

$P_s$  – aktualna cena rynkowa jednej akcji.

Jeżeli przedsiębiorstwo generuje dodatkową wartość z zainwestowanego kapitału, to MVA jest dodatnia, ponieważ rynek ocenia pozytywnie działania przedsiębiorstwa. Przyrost MVA następuje wtedy, gdy przedsiębiorstwo realizuje przedsięwzięcia gospodarcze o dodatniej terazniejszej wartości netto (NPV) przyszłych strumieni pieniężnych możliwych do osiągnięcia z takich projektów. Terazniejsza wartość przyszłych przepływów pieniężnych oraz rynkowa wartość dodana zależą od tego, jak są oceniane możliwości ekonomiczne przedsiębiorstwa.

Inną formą prezentacji rynkowej wartości dodanej jest relacja wartości rynkowej kapitału własnego do jego wartości księgowej. Na podstawie tej relacji można określić, ile razy wartość rynkowa kapitału własnego jest większa lub mniejsza od wartości księgowej. Jeżeli wartość tej relacji jest wyższa od jedności, to oznacza, że spółka generuje wartości przypadające właścicielom.

W monitorowaniu rynkowej wartości przedsiębiorstwa jest też wykorzystywany wskaźnik Q Tobina, który jest wyznaczany jako relacja rynkowej wartości aktywów do szacunkowego kosztu odtworzenia aktywów. Im wskaźnik jest wyższy od jedności, tym większa jest osiągnięta nadwyżka, którą przypisuje się posiadanym przez przedsiębiorstwo wartościom niematerialnym.

Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR), rynkowa wartość dodana (MVA), relacja wartości rynkowej kapitału własnego do wartości księgowej oraz wskaźnik Q Tobina są zaliczane do zewnętrznych mierników monitorowania wartości przedsiębiorstwa i tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Odzwierciedlają one opinie uczestników rynku kapitałowego odnośnie oczekiwanych przyszłych zysków, wypracowane na podstawie historycznych wielkości wyników finansowych. Poziom tych zysków zależy w dużym stopniu od czynników zewnętrznych, m.in. makroekonomicznych, sektorowych, koniunktury na rynku kapitałowym. Jedynie na efektywnym rynku ocena dokonana na podstawie zewnętrznych (rynkowych) mierników może być zgodna z oceną wewnętrzną. W warunkach polskiego rynku kapitałowego, zaliczanie do rynków wschodzących, konieczne jest uzupełnienie oceny zewnętrznej o ocenę wewnętrzną<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> W. Skoczylas, A. Niemiec, *Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 40-68.

## Wewnętrzne mierniki kreowania wartości przedsiębiorstwa

Do wewnętrznych mierników monitorowania wartości przedsiębiorstwa należą: EVA – ekonomiczna wartość dodana, CFROI – gotówkowa stopa zwrotu z zainwestowanych kapitałów oraz SVA – wartość dodana dla właścicieli.

Ekonomiczna wartość dodana powstała na gruncie krytyki zysku księgowego i tradycyjnych mierników opartych na zysku księgowym. Do najważniejszych ograniczeń zysku księgowego należą:

- zysk księgowy netto odzwierciedla nie tylko wyniki osiągnięte w branży, w której został zainwestowany kapitał, ale również jego poziom zależy od struktury finansowej i strategii podatkowej zarządu spółki,
- uwzględnia tylko koszt kapitału obcego zaangażowanego w działalność, pomija zaś koszt kapitału pozyskiwanego od akcjonariuszy,
- koncentracja na kształtowaniu się zysku księgowego netto i wskaźnikach, które są na nim oparte może powodować, że menedżerowie przyjmują krótkookresową perspektywę działania zamiast dbałości o długookresowy wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Jak zauważa M. Sierpińska<sup>13</sup> menedżerowie powinni posługiwać się wyceną opartą na analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Kategorią zbieżną z nimi w długim okresie jest zysk ekonomiczny. Przyjmuje się, że zysk ekonomiczny nazywany zamiennie ekonomiczną wartością dodaną (EVA – ang. Economic Value Added) mierzy rzeczywiste wyniki przedsiębiorstwa, ściśle związane z tworzeniem wartości przedsiębiorstwa. Informuje akcjonariuszy o tworzeniu wartości, a więc tego, co faktycznie dodaje przedsiębiorstwo w toku swojej działalności do kapitału dostarczonego przez akcjonariuszy.

Ekonomiczna wartość dodana jest miarą skutków (efektów) decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie w aspekcie tworzenia wartości dla właścicieli. W tym kontekście miara ta opiera się na następujących założeniach<sup>14</sup>:

- każdy rodzaj kapitału ma swój koszt,
- w ocenie działalności przedsiębiorstwa ważne są kategorie finansowe, a nie księgowe,
- w analizie finansowej należy stosować wielkości rynkowe,
- zysk większy od kapitału koniecznego do jego wytworzenia kreuje wartość dodaną,
- wzrost poziomu ekonomicznej wartości dodanej w kolejnych latach prowadzi do wzrostu wartości całego przedsiębiorstwa.

Ekonomiczna wartość dodana stanowi podstawę zarządzania finansami w interesie właścicieli i innych grup powiązanych z przedsiębiorstwem. W swojej idei ekonomiczna wartość dodana uwzględnia główne nośniki wartości przedsiębiorstwa, a mianowicie<sup>15</sup>:

- kluczowym czynnikiem tworzenia wartości jest zysk ekonomiczny i wymagana stopa zwrotu zależna od poziomu ryzyka,

<sup>13</sup> M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 40.

<sup>14</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 145.

<sup>15</sup> A. Ehrbar, *EVA- strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000, s. X.

- wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest wynikiem racjonalnego zachowania właścicieli będących wiodącymi inwestorami, którzy w oczekiwania odgrywają dominującą rolę w kształtowaniu wyceny akcji,
- niezależnie od ryzyka majątkowego i operacyjnego przedsiębiorstwa można wyodrębnić ryzyko wynikające ze struktury kapitału.

Ekonomiczną wartość dodaną można obliczyć zgodnie z następującą formułą:

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - WACC \times IC = NOPAT - WACC \times IC$$

gdzie:

*EVA* – ekonomiczna wartość dodana.

*EBIT* – zysk operacyjny przed spłatą odsetek i opodatkowaniem.

*T* – stopa podatku dochodowego od osób prawnych.

*NOPAT* – zysk operacyjny po opodatkowaniu.

*WACC* – średni ważony koszt kapitału.

*IC* – kapitał zainwestowany.

Ekonomiczna wartość dodana jest miarą efektywności przedsiębiorstwa, a więc miarą wzrostu bogactwa akcjonariuszy w krótkim okresie. Stanowi roczną sumę, która pozostaje właścicielom z zysku operacyjnego po opodatkowaniu i pokryciu kosztu zainwestowanego kapitału całkowitego. Na jej podstawie można wyznaczyć całkowitą wartość przedsiębiorstwa, która jest zgodna z ustaloną za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Formułę wyznaczającą wartość przedsiębiorstwa zgodnie z założeniami DFC oraz zgodnie z założeniami EVA można zapisać następująco:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOCF_t}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA}{(1+WACC)^t} + IC_{t=0}$$

gdzie:

*V* – wartość przedsiębiorstwa.

*NOCF<sub>t</sub>* – wolne przepływy pieniężne.

*WACC* – średni ważony koszt kapitału.

Ekonomiczna wartość dodana stanowi zatem inną formę przedstawienia założeń koncepcji *shareholder value*. Wolne przepływy pieniężne to różnica między osiągniętymi przepływami pieniężnymi (zysk po opodatkowaniu powiększony o amortyzację) i inwestycjami w majątek trwały i kapitał pracujący w określonym czasie. Z kolei ekonomiczna wartość dodana przedstawia część przepływów pieniężnych (skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu) pozostałą po pokryciu kosztu kapitału<sup>16</sup>.

EVA jest zatem miarą opartą na dwóch podstawowych kategoriach. Uwzględnia bowiem zysk wygenerowany z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa po jego

<sup>16</sup> W. Skoczylas, *Formuła obliczenia ekonomicznej wartości dodanej zagrożeniem czy szansą w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*. [w:] „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw”, Szczecin 2005, nr 397, s. 77-88.

opodatkowaniu oraz koszt poniesiony na pozyskanie kapitału, dzięki któremu ten zysk wypracowano. EVA może być zatem alternatywnie wyznaczana zgodnie ze wzorem<sup>17</sup>:

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC) \times IC_{t-1}$$

gdzie:

$EVA_t$  – ekonomiczna wartość dodana wyznaczona dla okresu t.

$ROIC_t$  – stopa zwrotu z łącznej wartości zainwestowanego kapitału osiągnięta w danym okresie t.

$IC_{t-1}$  – łączna wartość kapitału zainwestowanego na początku okresu.

Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) jest wyznaczana zgodnie z formułą:

$$ROIC_t = \frac{NOPAT_t}{IC_{t-1}}$$

Różnica między stopą zwrotu z całości kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo, a jego średnim ważonym kosztem nazywana jest różnicą ekonomiczną lub nadwyżką ekonomiczną. Na podstawie kształtowania się nadwyżki ekonomicznej można ocenić efekt tworzenia przez przedsiębiorstwo wartości (tabela 1).

Tabela 1. Nadwyżka ekonomiczna a tworzenie wartości przedsiębiorstwa.

Relacje między stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a średnim ważonym kosztem kapitału	Poziom ekonomicznej wartości dodanej	Ocena efektu tworzenia przez przedsiębiorstwo wartości
$ROIC > WACC$	$EVA > 0$	Kreowanie wartości przedsiębiorstwa
$ROIC = WACC$	$EVA = 0$	Utrzymanie wartości przedsiębiorstwa
$ROIC < WACC$	$EVA < 0$	Obniżenie wartości przedsiębiorstwa

Źródło: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 147.

EVA należy do najgłośniejszych, a zarazem najbardziej kontrowersyjnych miar osiągnięć przedsiębiorstwa opartych na wartości. Jej zadaniem jest pomiar wartości, która powstaje w przedsiębiorstwie po pokryciu kosztów zaangażowanego kapitału. Środowiska akademickie coraz częściej wskazują, że EVA sama w sobie nie stanowi

<sup>17</sup> M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001, s. 103.



nowości, jest jedynie modyfikacją znanego od dawna zysku rezydualnego. Tadeusz Dudycz podaje najczęstsze zarzuty stawiane ekonomicznej wartości dodanej, tj.<sup>18</sup>:

- 1) duże zbieżności z tradycyjnymi metodami i wskaźnikami stosowanymi w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw, np.
  - aktualna wartość projektu inwestycyjnego (NPV) odpowiada aktualnej wartości EVA z okresu realizacji tego projektu.
  - wycena przy pomocy EVA jest równoważna z technikami wyceny kapitału własnego opartego na dyskontowaniu przyszłych dywidend.
- 2) potencjalne konflikty pomiędzy EVA a wartością przedsiębiorstwa, np.
  - przeprowadzanie restrukturyzacji, która nie przyczynia się do zwiększenia przepływów operacyjnych w przyszłości, natomiast koszty restrukturyzacji zmniejszają wartość księgową kapitału.
  - zarząd wynagradzany za wzrost EVA może zwiększać aktualną wartość kosztem jej zmniejszenia z przyszłych inwestycji.
  - jeżeli zarząd podejmie przedsięwzięcia generujące większe przepływy operacyjne i jednocześnie obciążone większym ryzykiem, to zwiększone przepływy pieniężne są widoczne natychmiast, natomiast zmiana współczynnika  $\beta$  dopiero z dużym opóźnieniem czasowym. Współczynnik  $\beta$  jako miara ryzyka jest bowiem ustalany w oparciu o dane historyczne. Poziom ryzyka, na jakie narażone są przepływy pieniężne przedsiębiorstwa, wywiera wpływ na kształtowanie się kosztu kapitału.
- 3) Środowiska akademickie nie zgadzają się z tezą, że EVA lepiej niż inne tradycyjne wskaźniki stymuluje wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Obliczanie podstawowych elementów ekonomicznej wartości dodanej budzi wiele kontrowersji. Aby zapobiec zafałszowaniu wynikającemu z księgowego ujęcia wartości zysku operacyjnego należy poddać go kilku korektom. Należy dokonać wyceny rzeczywistego poziomu zysku operacyjnego, osiągniętego jedynie z działalności podstawowej przedsiębiorstwa, tj. z pominięciem dochodów z pozostałej działalności operacyjnej (ze sprzedaży składników majątkowych, ich wynajmu, z rozwiązania lub stworzenia rezerw itp.). Zysk ten nie powinien również uwzględniać żadnych kosztów finansowania bilansowego i pozabilansowego<sup>19</sup>. Tak ustalony zysk operacyjny jest korygowany o podatek, który spółka zapłaciłaby, gdyby nie była zadłużona, nie miała dochodów ze sprzedaży nadwyżki papierów wartościowych. Otrzymujemy w ten sposób zysk operacyjny netto.

Kapitał zainwestowany jest definiowany jako różnica między sumą bilansową pasywów a wartością długu nie obciążonego odsetkami na początku roku. Taki charakter mają zobowiązania bieżące, do których należą przede wszystkim zobowiązania wobec dostawców. Przy ustalaniu wartości kapitału zainwestowanego należy odpowiednio skorygować księgowe wartości kapitału własnego oraz kapitału obcego. Księgowa wartość kapitału własnego powinna być zwiększana o ekwiwalenty kapitału własnego, takie jak<sup>20</sup>:

<sup>18</sup> T. Dudycz, *Co środowiska akademickie zarzucają ekonomicznej wartości dodanej*, [w:] *Zarządzanie wartością...*, op. cit., s. 129-136.

<sup>19</sup> A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, s. 116-117.

<sup>20</sup> T. Dudycz, P. Szymański, *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, [w:] *Efektywność...*, op. cit., s. 80-95.

- kapitalizowane nakłady na działalność badawczo-rozwojową oraz inne wartości niematerialne i prawne,
- rezerwy na zagrożone należności,
- przeszacowania zapasów według zasady LIFO,
- rezerwy na odroczony podatek dochodowy,
- skumulowane umorzenie wartości firmy,
- niezarejestrowana wartość firmy,
- skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych,
- inne rezerwy, np. udzielone gwarancje.

Z kolei księgową wartość zobowiązań obciążonych odsetkami zostanie powiększona o sumę zdyskontowanych na dany okres przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego.

Twórcy ekonomicznej wartości dodanej Stern i Steward zaproponowali około 160 potencjalnych korekt danych wykorzystywanych w obliczeniach EVA. W zależności od liczby uwzględnionych korekt wyodrębnia się co najmniej cztery rodzaje ekonomicznej wartości dodanej, a mianowicie<sup>21</sup>:

- „podstawową”, którą uzyskuje się przyjmując do obliczeń nieskorygowaną wielkość zysków operacyjnych i zainwestowanego kapitału,
- „odkrytą”, powstałą przez skorygowanie danych księgowych o zasadnicze informacje dostępne wszystkim podmiotom i publikowane przez samo przedsiębiorstwo,
- „dopasowaną” do struktury organizacyjnej, profilu działalności, strategii, systemu rachunkowości, będącą wynikiem kompromisu między prostotą a precyzją opisu prawdziwego zysku ekonomicznego,
- „prawdziwą”, która jest najbardziej poprawna i precyzyjna, ponieważ do jej obliczenia stosuje się wszystkie zalecane korekty danych księgowych oraz precyzyjnie oszacowany koszt kapitału własnego.

Wraz ze wzrostem zainteresowania koncepcją ekonomicznej wartości dodanej w literaturze pojawiają się różne, w tym krytyczne opinie na temat tego miernika, a także propozycje innych sposobów kalkulacji EVA. Jedną z wersji jest miernik ekonomicznej wartości dodanej liczony na podstawie zysku netto. Został opracowany przez E. Edwardsa, E. Bella oraz J.A. Ohlsona, stąd jego skrót EBO<sup>22</sup>. W tym przypadku zysk ekonomiczny dla właścicieli ustala się zgodnie z poniższą formułą:

$$EBO = EAT - (C_E \times E_{t-1}) = (ROE - C_E) \times E_{t-1}$$

gdzie:

$EBO$  – zysk ekonomiczny dla właścicieli, wyznaczany na podstawie zysku netto,

$EAT$  – zysk netto po opodatkowaniu,

$C_E$  – koszt kapitału własnego,

$E_{t-1}$  – kapitał własny na początek okresu,

$ROE$  – rentowność kapitału własnego.

Na podstawie kształtowania się relacji między rentownością kapitału własnego  $ROE$ , a kosztem tego kapitału można ustalić czy następuje pomnażanie kapitału wnie-

<sup>21</sup> A. Ehrbar, *EVA- strategia tworzenia...*, op. cit., s. 134.

<sup>22</sup> A. Kwiecień, B. Mucha, *Nowoczesne mierniki wartości kreowanej przez przedsiębiorstwo*, [w:] T. Dudy (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, AE we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 286–299.

sionego do przedsiębiorstwa przez akcjonariuszy. Tworzenie wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy ma miejsce wtedy, gdy rentowność kapitału własnego przewyższa koszt tego kapitału.

Do wewnętrznych mierników monitorowania wartości przedsiębiorstwa należy – obok EVA – również CFROI. Miernik CFROI jest miernikiem gotówkowej stopy zwrotu z zaangażowanych kapitałów. Określa stopę zwrotu z kapitałów ogółem już zaangażowanych w działalność operacyjną i inwestycyjną przedsiębiorstwa, ustaloną przy wykorzystaniu wartości osiąganych przepływów pieniężnych z eksploatacji posiadanych aktywów oraz przy uwzględnieniu czynników oddziałujących na zmianę wartości pieniądza w czasie. Stanowi zmodyfikowaną wersję wskaźnika wewnętrznej stopy zwrotu (IRR), wykorzystywanego powszechnie w ocenie inwestycji<sup>23</sup>.

Stopę CFROI oblicza się przez porównanie wartości brutto posiadanych aktywów (GI) z obliczoną z okresu zużycia (n) sumą wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych brutto (GCF) i bieżącej wartości aktywów nie podlegających amortyzacji ustalonych na koniec zakładanego okresu ich eksploatacji (RV). Ilustruje to poniższy wzór:

$$GI = \sum_{t=1}^n \frac{GCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{RV}{(1 + CFROI)^n}$$

Aktywa brutto (GI) są rozumiane jako suma wartości aktywów obrotowych netto i wartości aktywów trwałych powiększonych o skumulowane odpisy amortyzacyjne. Otrzymana suma jest kapitalizowana stopą inflacji z okresu od nabycia aktywów do dnia przeprowadzanej analizy. Wartość przepływów pieniężnych brutto osiągniętych w danym roku (GCF) jest definiowana jako suma wartości zysku przed spłatą odsetek, lecz po opodatkowaniu (NOPAT) oraz kosztów niepieniężnych, takich jak np. amortyzacja. Okres ekonomicznego zużycia posiadanych aktywów jest najczęściej obliczany jako relacja początkowej wartości umarzanych aktywów oraz rocznej amortyzacji. Bieżąca wartość posiadanych aktywów na koniec zakładanego okresu ich eksploatacji jest definiowana jako skorygowana inflacją przyszła wartość aktywów przedsiębiorstwa nie podlegających amortyzacji, takich jak grunty własne, aktywa finansowe, należności, zapasy<sup>24</sup>.

Ustalona stopa CFROI jest porównywana z kosztem kapitału wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo (WACC). Jeśli jej poziom jest wyższy od kosztu kapitału (CFROI > WACC), to następuje tworzenie wartości przedsiębiorstwa. W celu maksymalizacji wartości spółka powinna dążyć do zwiększania nadwyżki gotówkowej stopy zwrotu z kapitału nad stopą kosztu kapitału.

Tadeusz Dudycz<sup>25</sup> zauważa, że jeżeli CFROI jest większa od średniego ważonego kosztu kapitału WACC, to tworzona jest dodatkowa wartość, a zatem wartość rynkowa przedsiębiorstwa (MV) jest wyższa od jego wartości księgowej (BV), co powoduje, że wskaźnik Q Tobina przyjmuje wartość większą od jedności. Można to zapisać następująco:

<sup>23</sup> W. Skoczylas, *Potrzeba...*, op. cit., s. 171-184.

<sup>24</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 168.

<sup>25</sup> T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Studia i Monografie nr 143, AE we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 232.

$$\text{Jeżeli } CFROI > WACC, \text{ to } \frac{MV}{BV} = Q > 1.$$

W sytuacji, gdy  $CFROI$  będzie niższe od  $WACC$ , to rynek kapitałowy będzie dyskontował przedsiębiorstwo za generowanie zwrotu niższego od oczekiwanego przez inwestorów. Wartość rynkowa aktywów będzie niższa od ich wartości księgowej, a wskaźnik  $Q$  będzie niższy od jedności, czyli:

$$\text{Jeżeli } FROI < WACC, \text{ to } \frac{MV}{BV} = Q < 1.$$

Ważnym wskaźnikiem potencjalnej, przyszłej efektywności przedsiębiorstw, jak również sposobem oceny realizowanej strategii zarządzania przez wartość jest miernik wartości dodanej dla właścicieli SVA (Shareholders Value Added), opracowany w 1986 roku przez A. Rappaporta<sup>26</sup>. Wartość dodana dla właścicieli jest obliczana jako różnica pomiędzy następującymi elementami:

- wartością obecną dodatkowych operacyjnych przepływów pieniężnych przed dokonaniem dodatkowych inwestycji w aktywa trwałe i kapitał obrotowy netto,
- wartością obecną przyszłych dodatkowych wydatków inwestycyjnych na aktywa trwałe i kapitał obrotowy netto.

W literaturze są szczegółowo prezentowane sposoby szacowania tych głównych elementów decydujących o poziomie SVA. Po ich uwzględnieniu miernik SVA oblicza się z następującego ostatecznego wzoru:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT_t}{WACC(1+WACC)^{t-1}} - \frac{Inv_{1t} - Am_{t-1} + \Delta WC_t}{(1+WACC)^t},$$

gdzie:

$\Delta NOPAT_t$  – zmiana w danym okresie rocznym wartości zysku operacyjnego (EBIT) po opodatkowaniu,

$WACC$  – średni ważony koszt kapitału,

$Inv_{1t}$  – wartość nakładów inwestycyjnych na aktywa trwałe planowanych do poniesienia w bieżącym okresie,

$Am_{t-1}$  – wartość skumulowanych odpisów amortyzacyjnych na koniec poprzedniego okresu,

$\Delta WC_t$  – zmiana wartości kapitału obrotowego netto w okresie bieżącym.

Z powyższego wzoru wynika, że wartość dodana dla właścicieli będzie tworzona wówczas, gdy wartość operacyjnych przepływów pieniężnych, związana z zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu i dotychczasową wartością odpisów amortyzacyjnych, wzrośnie w danym okresie w większym stopniu niż wartość wydatków poniesionych na dodatkowe inwestycje w aktywa trwałe i wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 57.

<sup>27</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 178.

## Podsumowanie i wnioski

Z podjętej próby przeglądu i krytycznej analizy mierników służących do pomiaru finansowych efektów systemu zarządzania zorientowanego na wzrost wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy wynikają następujące ustalenia i wnioski:

- właściwa ocena efektów wdrażania systemu zarządzania wartością wymaga posługiwania się miernikami, uwzględniającymi zdolność spółek do pomnażania kapitału wniesionego przez akcjonariuszy, jak i perspektywę inwestora na rynku kapitałowym.
- uwzględnienie w rachunku ekonomicznym alternatywnego kosztu kapitału własnego pozwala oszacować minimalne oczekiwania akcjonariuszy, ponoszących ryzyko inwestycyjne związane z zakupem akcji spółek giełdowych,
- w zakresie monitorowania wartości przedsiębiorstw istnieje kilka nowych syntetycznych mierników, zróżnicowanych pod względem pojemności informacyjnej, zrozumiałości, stopnia trudności w ich wyznaczeniu,
- ekonomiczna wartość dodana (EVA), należąca do najpopularniejszych miar osiągnięć przedsiębiorstwa opartych na wartości, spotyka się z różnymi, w tym krytycznymi opiniami ze strony środowisk akademickich, jak również z propozycjami innych sposobów jej kalkulacji (np. obliczanie EBO – zysku ekonomicznego dla właścicieli opartego na zysku netto),
- praktyczne zastosowanie w analizach porównawczych spółek giełdowych znajdują przede wszystkim te mierniki, które cechują się zrozumiałością i łatwością wyznaczenia w oparciu o dostępne dane finansowe, zwłaszcza ekonomiczna wartość dodana (EVA), stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE), całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) oraz wskaźnik Q Tobina (w wersji uproszczonej),
- w specyficznych warunkach polskiego rynku kapitałowego, zaliczanego do rynków wschodzących, ocena kreacji wartości przez spółki notowane na GPW w Warszawie przeprowadzona za pomocą mierników rynkowych oraz mierników wewnętrznych może wykazywać pewne rozbieżności wynikające z charakteru tych dwóch grup miar.

## Literatura

1. Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
2. Dudycz T. (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, AE we Wrocławiu, Wrocław 2005.
3. Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Studia i Monografie nr 143, AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.
4. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
5. Ehrbar A., *EVA- strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000.
6. Grudzewski W., Hejduk I., Siudak D., *Migracja wartości przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2008, nr 10.

7. Grzegorzewski Z., *Budowanie wartości firmy dla akcjonariuszy*, „CEO – Magazyn Top Menedżerów” 2007, nr 11, <http://www.ceo.cxo.pl>, stan na 24.10.2008.
8. Jeżak J. (red.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
9. Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001.
10. *Przedsiębiorstwo w procesie przemian otoczenia. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008, nr 1.
11. Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999.
12. Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
13. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
14. Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999.
15. Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
16. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
17. Szewc-Rogalska A., *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 10.
18. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2001.
19. Zarzecki D., Byrka-Kita K., *Propozycja procedury szacowania kosztu kapitału własnego uwzględniającej specyfikę rynków wschodzących (część I)*, „Biuletyn e-rachunkowość” 2005, nr 1, <http://www.e-rachunkowosc.pl>, stan na 15.07.2008.
20. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw*, Szczecin 2005, nr 397.

### Summary

## INDICATORS OF ENTERPRISE VALUE CREATION FOR SHAREHOLDERS

This paper aims at reviewing indicators serving to measure the financial effects of a management system oriented at an increase of the business's value for the shareholders. An adequate evaluation of the effects of the value management system implementation requires the use of measures which take into account the companies' capability to multiply shareholders' capital, as well as investor's prospects on the stock market. In comparative analyses of stock exchange companies, synthetic indicators such as Economic Value Added (EVA), Return on Equity (ROE), Total Shareholder Return (TSR) and Tobin's Q Indicator (simplified) are used.